

fph

fondation pour le progrès de l'homme



marchés financiers: une vocation trahie ?

Paul DEMBINSKI

Alain SCHOENENBERGER

Eco'Diagnostic



DOSSIER
POUR
UN
DÉBAT

septembre
1993

marchés financiers: une vocation trahie ?

Paul DEMBINSKI
Alain SCHOENENBERGER

Éco'Diagnostic

La *Fondation pour le Progrès de l'Homme* (FPH) est une fondation de droit suisse, créée en 1982. Son action et sa réflexion sont centrées sur les liens entre l'accumulation des savoirs et le progrès de l'humanité dans sept domaines : avenir de la planète, promotion et rencontre des cultures, innovation et changement social, rapports entre Etat et Société, agricultures paysannes, lutte contre l'exclusion sociale, construction de la paix. Avec des partenaires d'origines très diverses (associations, administrations, entreprises, chercheurs, journalistes...), la FPH anime un débat sur les conditions de production et de mobilisation des connaissances au service de ceux qui y ont le moins accès. Elle suscite des rencontres et des programmes de travail en commun, propose un système normalisé d'échange d'informations, soutient des travaux de capitalisation d'expérience et publie ou copublie des ouvrages et des dossiers.

Le programme *Avenir de la planète* de la Fondation pour le Progrès de l'Homme cherche à mettre en oeuvre un travail patient, méthodique, de mise en synergie des expériences et des idées de toutes ces personnes, de tous ces groupes humains, de tous ces mouvements qui cherchent au sein de leurs cultures, de leurs traditions, de leurs contraintes institutionnelles, à penser et agir pour le monde de demain. Nous sommes persuadés que cette mise en mouvement ne saurait être coordonnée par un seul groupe, une seule institution. Dans cette perspective, le programme organise des rencontres et des recherches afin de valoriser les nombreux travaux et réflexions qui ont été élaborés sur des sujets cruciaux de notre époque et à mettre en avant des propositions pour ouvrir des voies nouvelles pour l'avenir de la planète au seuil du XXI^e siècle.

Les travaux de recherche du programme *Avenir de la planète* s'articulent autour de l'Appel à propositions sur les Douze travaux du Groupe de Vézelay, lancé en juin 1990. Ces *Douze travaux* constituent un vaste ensemble thématique sur : (1) logiques sociales, économiques et politiques ; (2) systèmes des valeurs ; (3) analyses des systèmes complexes ; (4) modèles alternatifs de développement ; (5) reconversion de l'armement ; (6) technologies respectueuses de l'environnement ; (7) négociations et normes ; (8) financement, comptabilité et fiscalité ; (9) droit et responsabilité ; (10) politique ; (11) éducation ; (12) réseau d'échange d'expériences.

Le texte de Paul Dembinski et Alain Schoenenberger *Marchés financiers : une vocation trahie ?* est une contribution au chapitre 8 des Douze travaux : Financement, comptabilité et fiscalité. Eco'Diagnostic est un institut indépendant de recherche économique basé à Genève, Suisse.

- Copyright FPH 1993
SÉRIE DOSSIERS POUR UN DÉBAT

TABLE DES MATIERES

Synthèse en guise d'introduction.....	5
1. La démarche	
2. Les constats	
3. Les enjeux	
4. Relever les défis : un début	

PARTIE I

Globalisation des marchés financiers.....	19
1.1. Introduction	
1.2. Globalisation du système financier	
1.3. Innovations sur les marchés financiers	
1.4. Economie d'endettement et économie de marché financier	
1.5. Le rôle macro-économique des marchés financiers	
1.6. La taille du secteur financier	
1.7. Bourse et conjoncture	
1.8. Discrimination à l'encontre des PME	
1.9. Marchés financiers et réglementation	
1.10. Les marchés financiers dans le développement et la transition	

PARTIE II

Marché financier et investissement productif	45
2.1. Introduction	
2.2. Les termes du dilemme	
2.3. Les cours et la croissance : le divorce ?	
2.4. Concentration sur les marchés boursiers	
2.5. Contribution au PNB des entreprises cotées	
2.6. Investissement tangible et intangible	
2.7. Comment les entreprises se financent-elles	
2.8. La bourse : gestion du patrimoine ou allocation des ressources	

PARTIE III

Marchés financiers dans le développement et dans la transition70

- 3.1. Introduction**
- 3.2. Les marchés financiers émergents**
- 3.3. Bourses locales et développement : un apport controversé**
- 3.4. L'investissement en portefeuille sur les bourses émergentes :
bienfait ou perturbation ?**
- 3.5. Contribution des bourses de l'OCDE
à l'investissement direct**
- 3.6. La bourse dans la transition : l'expérience de Varsovie**

SYNTHÈSE EN GUISE D'INTRODUCTION

1. LA DÉMARCHE

En automne 1991, la *Fondation pour le Progrès de l'Homme* demandait à *Eco'Diagnostic* -institut indépendant de recherche économique- de se pencher sur la question du rôle et de la fonction des marchés financiers dans l'économie contemporaine. Quelques mois plus tard, un rapport préliminaire intitulé "La bourse : une vocation trahie ?" était discuté à Genève par un groupe de professionnels, de scientifiques et d'utilisateurs de systèmes financiers. A cette occasion, compte tenu de l'intérêt que présentaient les travaux entrepris, il a été décidé d'ouvrir plus largement la discussion et l'échange.

En septembre 1992, la première brochure, intitulée "Marchés financiers : vocation trahie ?" était publiée en français et en anglais, et acheminée gratuitement à environ dix mille personnes à travers le monde. Un questionnaire encarté dans la brochure invitait le lecteur à réagir en faisant connaître son opinion par rapport aux arguments développés dans la brochure. Les réponses, sous des formes diverses, ont afflué pendant plus de trois mois (environ 250). Elles émanaient aussi bien de simples utilisateurs de systèmes financiers que de professionnels de la finance et de la régulation financière et de scientifiques intéressés par la question.

Les avis récoltés à l'époque confirment l'intuition initiale, à savoir que les marchés financiers évoluent sans que la question du pourquoi de cette évolution soit posée. Ces réactions soulignent l'intérêt de la démarche entreprise et encouragent fortement sa poursuite. Les propos de la première brochure, correspondant ci-après à la 1^{re} partie, se bornent à brosser un tableau assez général de l'état et des implications du processus de "globalisation financière". Même à ce niveau, des différences de langage apparaissent clairement : parmi les personnes ayant répondu à notre questionnaire, les banquiers sont peu présents, comme si la question ne correspondait pas à leurs préoccupations, comme si le langage utilisé ne les touchait pas. Les réponses ont été par contre nombreuses de la part des autorités de régulation, des entreprises et des milieux scientifiques.

L'analyse critique des réponses, les contacts personnels avec certains lecteurs, des échanges approfondis avec d'autres nous ont conduits à remettre l'ouvrage sur le métier en concentrant l'attention sur la question du rapport entre les marchés financiers et l'investissement productif. C'est ainsi qu'en avril 1993, la deuxième brochure sortait de presse -elle est reproduite dans la deuxième partie de la présente publication. Par cette nouvelle analyse, nous avons voulu chercher des réponses aux questions soulevées antérieurement. L'objet de la réflexion touche des problématiques habituellement étudiées par des disciplines différentes (finance, macro-économie, économie d'entreprise), la difficulté principale consiste à établir des passerelles entre des univers qui se côtoient mais qui ont de la peine à dialoguer, trouver des dénominateurs communs et enrichir l'analyse par un certain nombre de nouveaux éléments.

Avec un nombre limité d'exemplaires (1 500), cet envoi était plus ciblé que dans le cas de la première brochure. Le questionnaire, plus étoffé que la première fois, s'avère un excellent moyen pour créer un réseau de correspondants à travers le monde. Plus de cent réactions ont été reçues pour la deuxième brochure, elles sont plus prégnantes de contenu, de propositions, de suggestions. Au-delà de la simple prise de contact, elles ouvrent un véritable dialogue sur les fonctions et l'avenir des marchés financiers.

La troisième brochure enfin (septembre 1993) -troisième volet de la présente publication- survole les pays où les marchés financiers sont qualifiés d'émergents. Il s'agit de 19 pays dont la plupart sont en train de décoller. Cette brochure accorde aussi un rapide coup d'oeil aux problèmes particuliers des pays post-communistes avec l'exemple de la bourse de Varsovie.

Parallèlement à l'interaction par le biais du courrier, l'équipe travaillant sur le projet a multiplié les rencontres formelles et informelles en Suisse, en France et en Grande-Bretagne avant tout, mais aussi en Pologne et en Roumanie. Ces échanges ont fourni une contribution inestimable lorsqu'il s'agissait de tester les premières intuitions sur tel ou tel aspect du fonctionnement des marchés. Les contacts informels avec des personnes chargées du dossier au sein des organisations internationales gouvernementales, comme la Banque Mondiale, la CNUCED et

l'OCDE, et également non-gouvernementales, ont été l'occasion de faire le point sur les préoccupations et les éventuelles convergences. Ces démarches ont permis de mettre en pleine lumière la particularité de la démarche inspirée par la Fondation pour le Progrès de l'Homme. En fait, le caractère unique de cette démarche vient de la conjonction de deux caractéristiques, qui apparaissent habituellement isolées l'une de l'autre : le caractère quelque peu naïf et donc tendancieusement iconoclaste de la démarche, et son indépendance par rapport à quelques groupes de pression ou intérêts en jeu.

La naïveté est un luxe quand le monde du savoir est soigneusement découpé en chapelles, chacune d'elles grillagée par des paradigmes propres. Un regard naïf ignore le registre cadastral des "sciences économiques", il ne se laisse pas stériliser par des considérations de plus ou moins grande "scientificité". La volonté de comprendre le fonctionnement actuel des marchés financiers et, partant, la vérité, est sa seule préoccupation, sa seule raison d'être.

L'indépendance par rapport aux intérêts en jeu n'a en soi rien d'extraordinaire puisque l'ensemble de la production véritablement scientifique peut s'en prévaloir. Toutefois, dans le cas d'espèce, l'indépendance prend tout son sens parce que la candeur l'accompagne. "Indépendance" a, dans le cas de figure actuel, plusieurs significations : indépendance par rapport aux visions dogmatiques qui ont toujours tendance à faire précéder l'observation par la conclusion ; indépendance par rapport aux intérêts de telle ou telle place financière, ou catégorie de professionnels de la finance ; finalement indépendance par rapport aux choix politiques.

La question posée "Les marchés financiers : une vocation trahie ?" ne saurait recevoir de réponse unique, invariable dans le temps et dans l'espace. Au contraire, la démarche, pour rester pertinente, doit s'enrichir de l'expérience des marchés financiers sous toutes les latitudes. De ce point de vue, quatre groupes de pays se dessinent clairement aujourd'hui : les pays de l'OCDE, les "marchés émergents", les "économies de marché émergentes" (les pays post-communistes) et le reste du monde. A la lumière de ces observations, la question initiale devient plus nuancée "quels marchés financiers pour quelle vocation ?".

2. LES CONSTATS

Les recherches et réflexions, menées dans le cadre de la démarche présentée plus haut, ont permis de formuler un certain nombre de constats qui, sans être des vérités fermement établies au sens de la méthode scientifique, sont tout de même solidement fondées et ne devraient pas être confondues avec des présomptions.

2.1. Les constats généraux

Le marché financier est une institution qui, à l'instar de toute autre institution, a une ou plusieurs fonctions dans la société. Le contexte et les pressions lui donnent forme en dernière analyse et déterminent son mode de fonctionnement. Il est donc erroné de déifier le marché financier, de l'appréhender comme une réalité unique.

La finance a connu durant les vingt dernières années une croissance nettement plus forte que les autres secteurs de l'économie. Ainsi, la contribution de ce secteur à l'emploi et à la valeur ajoutée dans les pays développés ne cesse de croître. Tout en étant une source de revenus, la finance est aussi un coût croissant pour les autres secteurs de l'économie.

Parallèlement, les sociétés modernes se sont fortement "financiarisées" c'est-à-dire que des actifs de types toujours nouveaux font l'objet de transactions financières.

Le processus de globalisation dans le monde de la finance a commencé avant même que le terme ait été forgé. Par l'intégration internationale, les marchés financiers ont vu leur puissance augmenter. Ainsi, à plusieurs reprises, ils ont contraint les gouvernements à modifier leurs desseins.

Le financement des activités productives et du commerce ne préoccupe que marginalement les marchés financiers. Pour l'essentiel, leur activité est consacrée à la gestion du patrimoine accumulé par le passé. En forçant un peu le trait, on peut dire qu'une société de rentiers prend progressivement la place (en tous cas dans l'imaginaire) de la société de producteurs.

En dépit de leur étendue géographique, les marchés financiers internationaux sont relativement petits par le nombre d'intervenants. Cela est vrai des opérateurs et des intermédiaires, cela est vrai également pour ce qui est des entreprises dont les actions sont échangées.

L'efficacité des marchés financiers n'a jamais pu être démontrée de façon convaincante, surtout lorsqu'il s'agit de l'efficacité allocative. En effet, il est impossible de dire si les marchés financiers contribuent de façon significative à améliorer l'allocation des ressources au sein d'une économie, et, partant à augmenter sa production, ou si, au contraire, ils sont une source de coût supplémentaire et détournent ainsi des ressources d'autres utilisations.

Le développement des marchés financiers limite foncièrement l'efficacité et la pertinence des préceptes classiques de politique monétaire, ce qui va obliger les autorités monétaires à repenser fondamentalement les nouvelles données du problème.

Les autorités monétaires ont laissé les cours des actifs s'envoler sans réagir alors que lorsque l'effondrement menaçait les bourses, la politique monétaire a été systématiquement assouplie.

Entre les places financières la concurrence est vive. Elle expose les autorités de surveillance locales à la tentation de la (dé)réglementation compétitive, de façon à attirer des volumes d'affaires importants.

2.2. Les marchés financiers dans les pays de l'OCDE

Du point de vue purement financier, les bourses sont au cœur des économies modernes, alors qu'elles ne concernent qu'un nombre limité d'entreprises.

Le système de capitalisation comme méthode dominante de financement des retraites a entraîné une tendance forte à la collectivisation de l'épargne, qui quitte le circuit traditionnel et prend le chemin des fonds de pension. Dans leur politique de placement, les fonds ont une préférence marquée pour les actifs financiers.

L'autofinancement reste la source principale du financement des activités de production. L'apport des marchés financiers en la matière stagne, voire décroît dans tous les pays de l'OCDE.

Le rôle des marchés financiers dans les systèmes financiers nationaux s'est clairement accru ces vingt dernières années, alors que, parallèlement, les banques ont passé de fournisseurs de crédits pour devenir les intermédiaires dans les transactions financières. Le système financier international est, quant à lui, clairement dominé par les marchés.

A partir du début des années 80, les cours se sont durablement distancé du rendement des autres actifs dans l'économie, comme en témoignent les écarts par rapport aux taux de croissance du Produit Intérieur Brut.

La croissance de la capitalisation demande à être financée -pour autant que les titres changent effectivement de mains. Le système financier répond à cette demande, à la fois par la création de nouvelles possibilités de financement, et aussi par la déviation de ressources primitivement destinées au financement de l'activité productive.

Ce n'est que dans une proportion inférieure à 5 % que le volume des échanges en bourse concerne les nouvelles émissions d'actions. En d'autres termes, le financement de l'activité productive est actuellement une activité marginale des bourses modernes.

Les actions des entreprises les plus renommées ont bénéficié durant les années 1980 d'une demande extrêmement forte, ce qui s'est traduit par l'apparition d'une "prime de liquidité" uniquement liée à la profondeur du marché.

La bourse assure aux "blue chips" -les grandes entreprises cotées- un financement à un coût très favorable. Grâce à l'accès privilégié à la finance, les grandes entreprises obtiennent un avantage concurrentiel qui peut s'avérer déterminant par rapport aux PME.

Les entreprises cotées produisent entre 10 et 15 % du PIB, alors qu'elles semblent mobiliser une proportion beaucoup plus importante du stock

de capital présent dans l'économie. Les entreprises cotées ne seraient donc pas parmi les plus efficaces.

Les investisseurs institutionnels détiennent aujourd'hui une part croissante des actions, alors qu'ils hésitent à assumer le rôle d'actionnaires actifs et impliqués dans la politique des entreprises cotées. Par voie de conséquence, le management bénéficie d'une grande marge de manoeuvre en matière de stratégie.

Les marchés financiers exercent -par le biais des cours- une pression importante sur la performance des entreprises, ce qui incite ces dernières à opter pour les résultats financiers à court terme plutôt que pour l'avantage concurrentiel à long terme.

2.3. Les bourses dans le développement

Les bourses dites émergentes (19 pays) se sont raffermies durant les années 1980. Toutefois, dans peu de cas seulement, leur capitalisation représente plus de 10 % du PIB.

Dans 13 pays sur 19 l'écart entre le rendement cumulé de l'indice et le PIB a été plus fort qu'aux Etats-Unis.

L'importance relative des nouvelles émissions est légèrement plus forte sur les bourses émergentes que sur les bourses développées. Toutefois, l'envolée de la capitalisation est plus souvent liée aux mouvements de l'indice boursier qu'au nombre d'entreprises cotées.

Bien que le volume soit très instable, les nouvelles émissions sont, dans plus des trois-quarts des cas le fait d'entreprises déjà cotées. Sur les bourses émergentes, le nombre d'entreprises cotées est très limité et relativement stable.

L'apport des bourses au développement ne peut être appréhendé sans savoir quelle est la contribution des entreprises cotées aux PIB et comment cette proportion se comporte dans le temps.

Le développement des marchés financiers n'est pas sans effet sur le

système financier local. Toutefois, en raison du manque de données statistiques comparables, il est impossible de savoir quel est cet effet.

Les modalités d'entrée des capitaux extérieurs diffèrent d'un marché émergent à l'autre. Globalement, depuis cinq ans environ, les marchés émergents ont bénéficié d'un apport externe considérable sous la forme d'investissements de portefeuille. Cet apport a contribué à la hausse des cours et a atténué la ponction de l'envolée de la bourse sur le système financier local.

L'apport de capitaux externes est dû avant tout à une politique de diversification appliquée par les investisseurs des pays de l'OCDE. Par conséquent, ces capitaux véhiculent un risque de rapatriement sans préavis, ce qui aurait des conséquences fâcheuses pour les systèmes financiers nationaux.

Les entreprises multinationales établissent le lien entre les grandes places financières où elles lèvent des capitaux et les pays en voie de développement où elles procèdent aux investissements directs.

Depuis l'éclatement de la crise de la dette, l'investissement direct a pris le relais des crédits bancaires à destination des pays en voie de développement.

Le poids de l'investissement direct, exprimé en termes de la capacité d'investissement interne des économies d'accueil, reste limité (moins de 10 % en général).

L'effet net du développement des bourses émergentes est ambigu. S'il est bénéfique, l'impact reste limité aux entreprises cotées (peu nombreuses) et aux intermédiaires.

2.4. Les bourses dans la transition

Les bourses dans les pays post-communistes n'en sont qu'à leurs balbutiements, sauf peut-être la bourse de Varsovie.

L'offre de titres n'augmente qu'au compte-goutte à cause des difficultés

que rencontre la privatisation des entreprises d'Etat. Par conséquent, le marché est très étroit, ce qui implique une forte volatilité potentielle.

Les entreprises admises à la cote sont -dans la quasi-totalité des cas- vendues par l'Etat, la bourse n'est donc pas source de financement pour les entreprises, mais seulement source de recettes pour l'Etat.

La fixation des cours d'émission se heurte à de graves problèmes liés à l'absence de méthodes d'évaluation adaptées au contexte de transition. Les graves erreurs commises en la matière au début de leur activité ont plongé les bourses naissantes dans une dépression durable.

La bourse de Varsovie a mis 24 mois pour corriger ses erreurs de jeunesse et s'envoler vers des niveaux susceptibles de mettre en danger la stabilité du système financier dans son ensemble.

3. LES ENJEUX

L'économie de marché évolue vers une financiarisation toujours plus poussée. Cette tendance de la finance va de pair avec une évolution plus générale vers l'intangible (services, savoir-faire etc.), caractéristique -selon certains- de la société post-industrielle. Les nouveaux actifs financiers ont en effet un rapport de plus en plus distant avec la matière. Durant les cinquante glorieuses, cette tendance a été la source d'une augmentation extraordinaire du revenu par tête dans les pays de l'OCDE mais elle a aussi entraîné une fragilité sociale accrue.

Le mode de fonctionnement et les axes de développement des marchés financiers sont des enjeux sociaux de première importance. Par les interdépendances qu'elles créent, les relations financières impliquent des couches de plus en plus larges de la population. Aujourd'hui, dans les pays de l'OCDE, une variation importante du taux d'intérêt ou un krach boursier touchera -à plus ou moins brève échéance- tous les membres de la société. Dans les pays en voie de développement, l'impact des variables financières est (encore) plus limité. Dans ce contexte, la surveillance et la réglementation des marchés financiers cessent d'être l'affaire exclusive

des professionnels de la finance et doivent devenir clairement des enjeux publics.

Face à l'intégration toujours plus poussée (globalisation) du système financier international, la marge de manoeuvre des autorités monétaires nationales s'est singulièrement amoindrie et cela pour deux raisons complémentaires. D'une part, aucune banque centrale ne dispose des ressources nécessaires pour s'opposer durablement au "marché", d'autre part, la multiplication des actifs financiers et la dématérialisation de la monnaie réduisent l'importance de la politique d'émission des banques centrales. En d'autres termes, les instruments traditionnels des autorités monétaires nationales semblent peu adaptés aux circonstances. On peut se demander si un renouveau de l'arsenal politique en la matière ne passe pas par une régulation plus précise du système financier.

Les marchés financiers ne sont qu'une source secondaire de capitaux pour les entreprises dans leur ensemble alors qu'ils sont la source privilégiée pour les entreprises cotées. Le coût du capital est (probablement) inférieur pour les entreprises cotées que pour les autres, ce qui procure aux premières un avantage concurrentiel non négligeable. L'un des enjeux du développement forcené des marchés financiers est la tendance à la concentration industrielle.

Les institutions financières collectent un volume croissant d'épargne mais ont tendance à rencontrer de plus en plus de difficultés pour l'investir en dehors du domaine purement financier. Le glissement du rôle des banques vers des activités d'intermédiation toujours plus poussées au détriment des activités de crédit laisse à penser que le financement de l'investissement productif, notamment, dans les PME risque d'en pâtir. Le système financier se développerait-il "au détriment" -et non pas comme communément admis "au service"- de l'économie réelle ?

Le financement de la retraite des générations actives dépend toujours plus des performances des marchés financiers. Or ces performances relèvent plus de l'intangible que de l'économie dite "réelle" dans la mesure où l'investissement financier rime plus souvent avec variation du prix d'un actif financier existant qu'avec augmentation de la capacité productive de l'économie. Le système est donc foncièrement fragile.

Les développements qui affectent les marchés financiers ont un effet direct sur le fonctionnement interne des entreprises cotées. En effet, un actionnariat volatil et dispersé s'intéresse davantage à la performance financière et immédiate du titre qu'il détient qu'au potentiel et à la stratégie de l'entreprise dont il est co-proprétaire. Par voie de conséquence, les managements se trouvent affranchis de tout contrôle à condition que la performance financière soit satisfaisante. Ainsi, la myopie des investisseurs financiers contamine les directions d'entreprises cotées, ce qui tend à fragiliser à long terme le tissu économique.

Les investisseurs institutionnels sont en train de devenir des acteurs financiers de première importance ; ils deviennent entre autres les actionnaires majoritaires de nombreuses entreprises cotées. En tant qu'acteurs financiers, ils ont rechigné jusque-là à assumer le rôle d'actionnaire actif.

Le développement des marchés financiers en dehors de la zone de l'OCDE témoigne à la fois de la vivacité de ces économies et de l'intérêt qu'elles suscitent auprès des financiers internationaux. Toutefois, tout en témoignant de la force de ces économies, le développement des marchés financiers peut aussi être une source de faiblesse. D'une part, la bourse peut avoir un effet négatif sur la solidité du secteur bancaire et, d'autre part, la volatilité des investissements étrangers en portefeuille peut exposer les systèmes financiers nationaux à des chocs qu'il leur sera impossible d'amortir sans mettre en danger les institutions et la monnaie locale.

Si l'activité financière contribue au PIB (valeur ajoutée), -elle a été l'un des moteurs de la croissance durant les vingt dernières années- il n'est pas exclu que la compétition entre places financières pour l'attirer vers tel ou tel endroit se durcisse. Ainsi, il y a des risques que l'on assiste à une déréglementation compétitive des activités financières, qui pourrait être à l'origine de fragilités supplémentaires.

4. RELEVER LES DÉFIS : UN DÉBUT

Les enjeux esquissés plus haut recouvrent une vaste gamme d'aspects de l'évolution récente des marchés financiers. Derrière ces enjeux se cachent

autant de défis. Toutefois, pour discerner les défis derrière les enjeux et chercher à les relever encore faut-il adhérer à l'esquisse du diagnostic qui précède, qui peut être résumé de la façon suivante :

Le monde évolue vers une financiarisation de plus en plus prononcée ; cette évolution est porteuse de fragilités pour le tissu économique et social. Plutôt que de chercher à inverser cette évolution, le défi consiste à trouver les moyens pour la domestiquer de façon à ce qu'elle n'entraîne pas les effets pervers que nous venons de signaler.

La maîtrise de l'évolution du système financier, tant national que mondial, n'est pas exclusivement une affaire de professionnels ; cette question a une dimension éminemment publique. Par conséquent, la piste d'action prioritaire consiste à prendre une part active au débat sur l'évolution du système financier de façon à ce que les décisions structurelles en la matière ne relèvent pas uniquement des associations de professionnels. Cette intervention, cette prise de parole devrait se faire à la fois au niveau national et mondial, par la voie d'une organisation non gouvernementale, par exemple, dont c'est la mission.

L'état actuel du système financier offre de potentialités, notamment pour la création d'un nouveau type d'institutions qui utiliseraient les possibilités du financement pour l'acheminer vers l'investissement productif. Les fonds de pension, et plus largement les investisseurs institutionnels, semblent aujourd'hui le plus à même d'être les ferments de cette évolution. Encore faudrait-il établir des contacts et des passerelles pour que les expériences des uns puissent être utiles à d'autres.

La dépendance des petites et moyennes entreprises par rapport au crédit bancaire et la réticence des banques à s'impliquer davantage dans ce domaine exige que des mesures d'ordre fiscal soient prises à l'encontre de l'épargne bancaire des ménages et pour favoriser l'investissement direct dans les entreprises familiales naissantes et en développement.

La collectivisation de l'épargne est clairement visible dans les pays de l'OCDE. La question du bien fondé de cette évolution, c'est-à-dire de la viabilité à long terme de la prévoyance vieillesse qui se base sur l'épargne

collectivisée, doit être posée sans ambages sur la place publique. Il s'agit là d'une action de toute première importance. Si la tendance à la collectivisation de l'épargne venait à être mise en question, la financiarisation changerait de forme.

Traditionnellement, la hausse des cours est considérée comme une bénédiction, or il n'en est pas nécessairement ainsi. Par conséquent, les autorités monétaires devraient conduire leur politique non seulement en fonction de la stabilité relative de l'indice des prix à la consommation, mais aussi en fonction de celle de l'indice boursier qui peut être assimilé à un indice des prix d'actifs financiers.

Les pays en voie de développement et ceux en transition sont encore en marge de la grande financiarisation. Avant de se laisser emporter par cette tendance, ces pays et les organisations qui les conseillent devraient analyser avec soin la réalité des systèmes financiers des pays de l'OCDE et répondre à la question fondamentale : la finance est-elle la cause ou la conséquence du développement ? Les transferts financiers au titre d'aide réalisés durant les années 1960, et au titre de la dette dans les années 1970 n'ont pas permis de poser les bases d'une croissance saine. Pour quelle raison les investissements en portefeuille devraient réussir là où l'aide et le crédit ont échoué ?

L'actionnaire contemporain semble ne s'intéresser qu'au comportement du titre. Cette attitude modifie les équilibres internes régissant les rapports entre les groupes de personnes impliqués, ceci en faveur des directions d'entreprises. Afin de limiter les velléités des managers à être trop complaisants avec les marchés financiers, les autres groupes sociaux impliqués dans l'entreprise devraient instaurer des garde-fous. Ceci suppose une réflexion nouvelle, avec pour base de nouvelles données, sur la répartition des responsabilités au sein des entreprises cotées et la manière de les assumer.

Paradoxalement, au coeur de la globalisation financière, il y a la concurrence acharnée entre places financières d'importance internationale. Cette concurrence, sur le fond d'un système de changes au bord de l'anarchie, est porteuse de risques. Seule une convention internationale établissant clairement les limites de la concurrence

déloyale ou de la sous enchère peut stabiliser la situation. Une convention sur la “non prolifération des places financières” serait sans aucun doute plus efficace, mais elle introduit une discrimination difficile à justifier a priori.

PARTIE I

GLOBALISATION DES MARCHÉS FINANCIERS

1.1. Introduction

“La bourse une vocation trahie ?”. Une question incongrue si l’on songe à la fois à la croissance extraordinaire que les marchés financiers ont connue durant les vingt dernières années et à la contribution de la finance aux produits nationaux des pays les plus développés. Si elle est incongrue, cette question est aussi incontournable pour celui qui, au-delà de constater, cherche à comprendre, voire à infléchir le cours des événements. C’est dans cet esprit que la Fondation pour le Progrès de l’Homme lance le pavé dans la mare et prend l’initiative d’une réflexion de fond en la matière. Cette réflexion est animée par Eco’Diagnostic.

L’intention qui préside à cet effort est double. Comprendre la place de la bourse, et plus largement des marchés financiers, dans l’économie mondiale, notamment quant à son apport à l’investissement productif et quant à l’affermissement du tissu des petites et moyennes entreprises dans les pays riches comme dans les pays plus pauvres. Si l’analyse devait mettre en évidence des phénomènes pervers et dangereux pour le progrès de l’homme, la réflexion devrait culminer naturellement dans des propositions de mesures correctives.

Si la fonction de la bourse était -classiquement- d’acheminer vers les entreprises les liquidités nécessaires aux investissements productifs tout en transférant aux “investisseurs financiers” une partie des gains et une partie des risques subséquents, aujourd’hui les marchés financiers servent avant tout à redistribuer en permanence des risques et des rendements (liés aux entreprises individuelles, propres aux marchés, secteurs et monnaies spécifiques) entre les “investisseurs financiers”. Ainsi, les marchés financiers s’occupent davantage que par le passé du maintien de la valeur financière du patrimoine accumulé par les générations passées et moins de l’accroissement des capacités productives des économies. La bourse serait ainsi devenue une fin en soi, sans rapport direct avec la marche des *affaires de l’industrie*.

La gestion du patrimoine entraîne un coût dont s'acquittent les détenteurs d'actifs à chaque fois qu'une transaction est réalisée pour leur compte. Ce coût constitue la recette du secteur financier qui effectue la transaction et contribue de ce fait à sa valeur ajoutée, donc au PNB. Toutefois, il est permis de se demander si cela ne revient pas à détourner de l'investissement productif une partie importante de l'épargne et à l'affecter à la protection contre des risques changeants de la valeur des investissements passés.

Le développement des marchés financiers de ces quinze dernières années pourrait apparaître, en première lecture, comme un phénomène uniquement dû à des considérations techniques, propres au monde de la finance. Pourtant, les aspects techniques -tels que la diversification du risque ou l'innovation financière- ne sont en dernière analyse que l'expression de forces plus profondes enracinées non seulement dans la vie des entreprises ainsi que dans le comportement des actionnaires et des épargnants, mais aussi dans l'attitude des autorités de régulation et dans les choix en matière de politiques macro-économiques, de même que dans les possibilités de communication de transports et d'échange d'informations entre les différentes parties du globe. Toutes ces forces influencent -en permanence et chacune à sa façon- le rôle ainsi que le fonctionnement de la bourse et des marchés financiers dans l'économie et la société. D'où la grande difficulté, au moment de l'analyse, de faire la part des choses entre ce qui est propre au monde de la finance et ce qui lui est extérieur. Par conséquent, si l'on veut englober l'intégralité de la problématique, on doit nécessairement avoir recours à l'analyse multidisciplinaire.

La science économique est aujourd'hui hautement spécialisée ; chaque domaine, aussi limité soit-il, s'est progressivement doté d'un paradigme local et partiel qui l'isole des autres. Un gouffre méthodologique existe ainsi entre la finance, la macro-économie, la micro-économie et l'économie d'entreprise. Or, la problématique des marchés financiers concerne chacun de ces domaines. La liste des difficultés et écueils méthodologiques ne serait pas complète sans faire référence à la distance qui sépare la réalité économique de l'image qu'en restituent les sciences économiques. Notre démarche ne se fixe pas pour objectif la compilation de ce que la science économique et la finance ont dit sur la

bourse ou les marchés financiers. Elle vise au contraire à la compréhension des tenants et aboutissants de l'évolution contemporaine du rôle et de la place des marchés financiers. La réalisation de cet objectif nécessite l'apport des connaissances, de l'expérience et de la compétence des personnes qui utilisent, gèrent, observent et analysent quotidiennement les marchés financiers à travers le monde.

1.2. Globalisation du système financier

Dans toutes ses acceptions, la "globalisation" fait référence à l'affaiblissement du rôle des frontières, qui désormais n'entravent plus l'activité économique. En d'autres termes, la globalisation signifie que la localisation des acteurs économiques -l'endroit précis à partir duquel ils mènent leurs opérations- n'est plus aussi déterminante que par le passé pour le rayon géographique de leur action. Depuis les années soixante, la globalisation de la finance se poursuit de jour en jour, sans que le terme de ce processus soit prévisible.

Au début des années soixante, si un système financier international existait, il provenait avant tout de la juxtaposition des systèmes financiers nationaux, coiffée au sommet par les accords entre les banques centrales. En effet, le régime des changes fixes limitait les possibilités d'arbitrage sur devises et les réglementations nationales restreignaient les mouvements internationaux de capitaux. Par la force des choses, les transactions financières internationales se trouvaient confinées au service quasi exclusif des besoins du commerce des biens et services et ne portaient qu'exceptionnellement sur des actifs financiers.

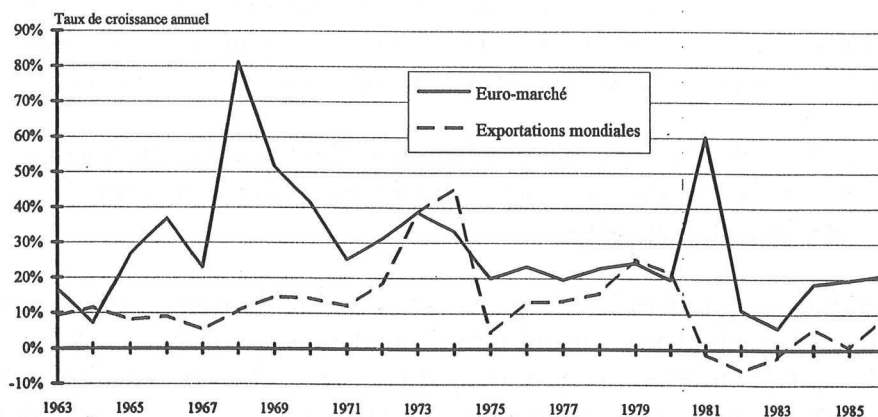
Les réglementations, parfois incohérentes, l'innovation financière et la révolution dans le domaine des technologies de communication sont à l'origine de la globalisation.

Au début des années 70, le processus de globalisation a des racines profondes, multiples et surtout interdépendantes ; en dernière analyse, il est le fruit de l'utilisation constante par les acteurs des opportunités qu'ils discernent dans leur environnement. L'imperfection des réglementations nationales en matière de finance et leurs incohérences au niveau international ont incité l'invention de nouveaux instruments financiers,

lesquels ont contribué à rendre caduques ces mêmes réglementations. De cette manière, l'explosion du volume des opérations internationales purement financières, notamment sur devises et euro-devises, a fini par avoir raison des taux de change fixes. Trop faibles pour imposer leurs desseins par leurs seules interventions sur le marché, les banques centrales n'ont eu d'autre choix que de laisser au marché la détermination des taux de change. Un phénomène analogue se dessine à propos des PME en 1992/93. Ces phénomènes se sont produits dans le contexte d'une véritable révolution dans les technologies de communication, de transmission et de traitement d'information, entraînant une réduction drastique des coûts liés à la distance. Il en a résulté un rapprochement fonctionnel des acteurs et dans son sillage a pu s'opérer la fusion progressive des systèmes financiers nationaux en un système mondial.

L'apparition de nouveaux marchés et de nouveaux produits a multiplié le volume et la valeur des transactions et, par conséquent, alimenté la croissance phénoménale du poids économique du secteur financier au niveau mondial. Cela a été possible à cause de l'explosion quasi-parallèle de la demande et de l'offre des transactions financières, tant domestiques qu'internationales. La dette bancaire des pays en voie de développement,

OPÉRATIONS SUR L'EURO-MARCHÉ ET COMMERCE INTERNATIONAL



Sources : Rapports annuels BRI et GATT

Figure 1

accumulée durant les années soixante-dix, en est un exemple désormais classique. Au-delà du purement quantifiable, la globalisation financière a entraîné un changement fondamental dans l'imaginaire collectif des sociétés développées : les opportunités apparaissent comme infiniment variées et la performance financière semble à la portée de chacun.

La globalisation implique une complexité croissante difficilement maîtrisable...

La globalisation, en tant que processus, ne cesse d'influencer profondément le mode de fonctionnement actuel des marchés financiers. Ainsi, les acteurs sont confrontés quotidiennement à un système financier mondial plus complexe, où les nouvelles opportunités sont chaque jour plus nombreuses, mais peut-être aussi plus trompeuses.

Par conséquent, les choix et les mécanismes de décisions des acteurs privés et publics doivent s'adapter et deviennent plus complexes et aussi plus difficiles à maîtriser.

... un éventail de risque plus étendu...

Parallèlement à l'extension des opportunités, à cause notamment de l'interdépendance accrue entre les places financières, l'éventail des risques s'est étendu. Ainsi, une secousse sur l'une des places financières se répercute immédiatement sur les autres et met potentiellement en danger l'ensemble du système mondial. L'interdépendance et la complexité du système financier mondial mettent donc les autorités de réglementation et de surveillance devant des défis toujours plus nombreux et qualitativement nouveaux parce que ceux-ci dépassent le cadre national. Guetter les signes avant-coureurs des faiblesses du système financier est l'un de ces défis.

... une concurrence accrue entre places financières...

Paradoxalement, loin d'avoir entraîné la délocalisation des activités financières, la globalisation a exacerbé la concurrence entre les places financières les plus importantes : Londres, New York, Tokyo et Francfort. Non seulement, à coup de réglementations et concessions, ces

places cherchent à se ravir un volume d'affaires, mais elles bénéficient encore d'un report d'activité au détriment des places de moindre importance.

... et des effets incertains sur le développement des pays du Sud et la transition des pays post-communistes.

Si la globalisation du système financier mondial a sans doute fortement contribué à la croissance des économies des pays de l'OCDE durant les vingt dernières années, il n'est de loin pas clair si ce processus a raffermi ou, au contraire, fragilisé les bases de ces économies. Par ailleurs, il est tout aussi difficile de savoir dans quelle mesure la globalisation financière contribue au développement des pays du Sud et à la transition dans les pays post-communistes.

1.3. Innovations sur les marchés financiers

Les changements des conditions-cadres, survenus depuis une trentaine d'années, ont induit un nombre important d'innovations sur les marchés financiers. Tant les procédés de financement que les instruments financiers et les techniques de gestion de portefeuille ont été profondément modifiés. Les conséquences de ces innovations, notamment pour ce qui est de la stabilité globale du système financier et de l'investissement productif, sont en train de se dessiner.

L'inflation des années soixante-dix, due au premier choc pétrolier, ainsi que la volatilité accrue des taux d'intérêts et des taux de change, née de l'abandon du régime des taux de change fixes et de la fragilité des systèmes intermédiaires tels que les PME, ont modifié le mode de financement de nos économies. Parallèlement, l'internationalisation croissante du commerce et des flux de capitaux, et les pétrodollars témoins d'un renversement instantané des soldes des comptes courants en faveur des pays producteurs de pétrole ont déclenché toute une série d'innovations sur les marchés financiers. Ce dernier développement a été possible grâce à l'émergence d'une nouvelle technologie plus performante de communication, de traitement et de stockage de données, qui a entraîné un abaissement du coût unitaire des opérations.

Les innovations financières ont donné naissance à de nouveaux procédés de financement tels que la titrisation des dettes et des créances...

L'évolution des méthodes de gestion financière à l'intérieur des grandes entreprises et surtout des multinationales disposant d'une importante trésorerie a donné naissance à des innovations financières au début des années soixante. Toutefois, c'est plus récemment et à plus grande échelle que la titrisation des dettes a pris son essor sous l'impulsion de la volatilité des taux d'intérêts et des taux de change. Pour s'en immuniser, les entreprises et les Etats ont choisi de s'émanciper du crédit bancaire, dont la disponibilité devenait imprévisible, pour aller se financer directement sur les marchés financiers en émettant des titres négociables. En éliminant un intermédiaire, le refinancement est devenu moins cher.

La titrisation des créances, engagée par les institutions de crédit, relève d'une autre motivation : la redistribution du risque. En effet, les institutions de crédit redistribuent leurs risques en plaçant auprès d'autres acteurs financiers des titres qui représentent des parts d'un portefeuille de créances qu'elles ont accordées au préalable. En cas d'insolvabilité des débiteurs, ce ne sont plus les institutions de crédit qui en supportent les conséquences, mais les porteurs de titres qui voient périliciter la valeur de leur titre, c'est-à-dire la valeur de leur patrimoine. Ce changement du rôle des banques est appelé désintermédiation. Les entreprises et l'Etat titrisent leurs dettes, et les banques leurs créances. De fait, les acteurs se répartissent -par le biais du marché- le risque lié au crédit. La titrisation est donc le symptôme visible de la transition d'une économie d'endettement à une économie de marché financier.

... ainsi qu'à des instruments financiers dérivés, dont les options et les futures.

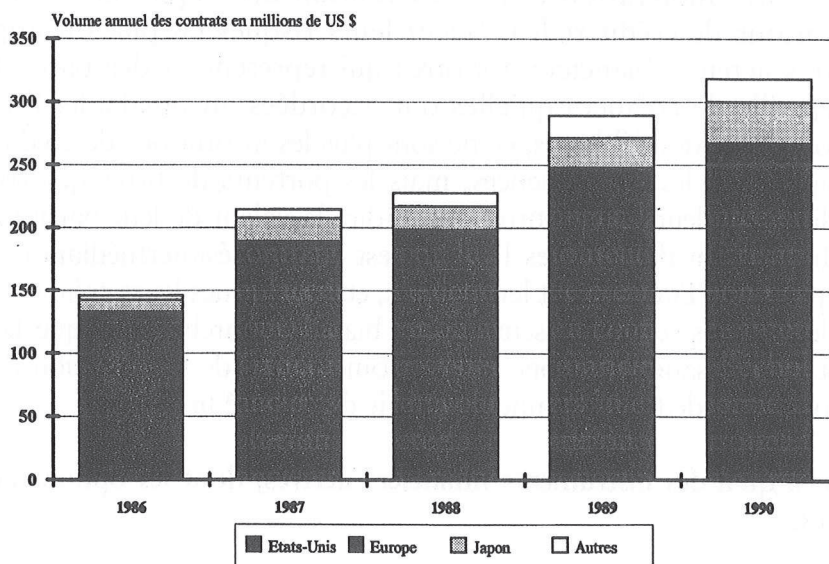
Contourner une réglementation, gérer le risque, concurrencer les autres places financières sont autant de motivations à créer et à mettre sur le marché des instruments financiers. Parmi ces instruments, ceux qui relèvent du marché à terme sont aujourd'hui des classiques : les options et les futures. Ils permettent à un investisseur de posséder un titre sans en porter le risque et, par extension, d'être engagé sur un marché sans être exposé au risque monétaire qui lui est naturellement lié. En contrepartie,

un autre acteur endosse un risque avec un engagement financier minimal par rapport au titre sous-jacent.

L'innovation financière, en sacrifiant l'optique de long terme, revient-elle à faire de l'art pour l'art ?

Tandis que les instruments dérivés deviennent progressivement plus synthétiques et complexes, le lien avec le secteur réel s'étiole. Seuls les professionnels de la finance en connaissent les tenants et les aboutissants. Il est alors légitime de se demander si les innovations financières correspondent à une demande de la part des entreprises ou si les spécialistes inventent de nouveaux instruments financiers pour traiter entre eux et hors du contexte économique. Ce serait de l'art pour l'art.

INSTRUMENTS FINANCIERS DÉRIVÉS



Sources : BRI

Figure 2

A ce titre, la théorie de portefeuille de Markovitz (prix Nobel avec Sharpe et Miller en 1990) représente une véritable révolution. L'idée première est que l'on peut se prémunir de la part du risque qui relève de la devise ou de la branche par une diversification géographique et

sectorielle. Ainsi, selon cette théorie, le choix d'un titre particulier dépend moins de l'analyse fondamentale de la société que de sa corrélation avec les titres composant le portefeuille. Demandez à un analyste financier moderne s'il considère Fiat ou Bayer comme étant le meilleur placement ; il vous répondra que cela dépend exclusivement de la composition actuelle de votre portefeuille.

Au vu des possibilités de transfert de risques par les futures et les options ainsi que du nombre croissant de transactions à court terme, l'analyse fondamentale d'une entreprise, en d'autres termes la perspective de long terme, n'est plus la seule donnée qui détermine la demande de son titre sur le marché. Il n'est dès lors plus certain que le cours d'un titre contienne en lui les anticipations de la valeur future de l'entreprise.

1.4. Economie d'endettement et économie de marché financier

Selon une définition standard, un système financier vise à procurer des services de paiements, à mobiliser l'épargne, à répartir le crédit, à limiter les risques et à en déterminer le prix, à les grouper et les négocier. Dans le contexte dynamique des systèmes financiers de ces trente dernières années, le problème fondamental est de savoir quel mode de financement est le plus apte à remplir ces fonctions.

L'intermédiation bancaire contre l'intermédiation par le marché.

Au-delà de la diversité des situations nationales, on peut distinguer deux modes purs de fonctionnement des systèmes financiers capables de remplir ces fonctions : une économie d'endettement et une économie de marché financier.

Dans une pure économie d'endettement, le mode de financement est dominé par les banques qui se trouvent au centre de toutes les transactions financières. Le circuit économique part des banques et s'y termine. Elles collectent l'épargne des ménages et octroient des crédits à l'Etat et aux entreprises et redistribuent aux ménages une partie des revenus ainsi collectés. Les ménages, à leur tour, placeront leurs excédents de liquidités auprès des banques.

La banque universelle, capable de fournir l'ensemble des services liés au financement des acteurs, est mieux adaptée à ce système financier. Bien que l'économie d'endettement n'existe pas sous sa forme pure, certaines économies de marché se rapprochent plus que d'autres de ce modèle ; il s'agit des économies allemande, suisse et, sous certains aspects, nipponne.

Le second type de mode de financement est articulé autour du marché financier, par lequel transitent tous les flux financiers. Pour se financer, les entreprises émettent des titres négociables qu'achètent les ménages qui détiennent ainsi leur épargne avant tout sous forme de titres. Quant à l'Etat, il émet des obligations ou des bons du trésor pour satisfaire ses besoins en financement. Ainsi, le marché est l'intermédiaire entre les acteurs et il joue le même rôle que les banques dans une économie d'endettement, à l'exception notable du risque, que les banques répartissent entre les différents acteurs dans une économie de marché financier. Les pays anglo-saxons, Etats-Unis et Royaume-Uni en tête, sont considérés comme des économies de marché financier.

Le système financier national tend à privilégier de plus en plus le marché financier.

Durant les années quatre-vingts, la montée en force de la finance a été accompagnée par le phénomène de titrisation. Ce terme désigne le remplacement de dettes et de créances non négociables par des titres qui le sont. La titrisation apparaît comme le symptôme de la modification de la structure du système financier. A l'échelle mondiale, le système financier semble évoluer vers une économie de marché financier. Cette évolution affecte la répartition du risque, le profil des institutions financières et la création monétaire. Pour cette dernière les implications dans le domaine de la conduite de la politique monétaire sont importantes. En effet, la titrisation rend la distinction entre actifs financiers et monnaie plus floue puisque tout actif peut rapidement être transformé en monnaie et vice-versa. De cette façon, les politiques monétaires, fondées sur la croissance des agrégats monétaires, perdent de leur pertinence.

Les données, lorsqu'elles sont disponibles, sont tout à fait claires : les systèmes financiers nationaux tendent à privilégier de plus en plus le

marché financier. Le recours accru aux titres par les entreprises et l'Etat pour leurs financements, au Japon, en France, aux Etats-Unis et en Allemagne, illustre cette évolution. Ainsi, aux Etats-Unis et en France, les titres ont été utilisés pour plus de 50 % du total des prélèvements nets sur le marché des capitaux durant les années quatre-vingts. La progression française est particulièrement forte, puisque les prélèvements nets sous forme de titres ne constituaient en moyenne que le 27 % du total entre 1972 et 1980 contre 53 % sur la période allant de 1980 à 1987. L'Allemagne et le Japon privilégient encore les prêts comme mode de ponction des capitaux, mais la comparaison entre la décennie des années soixante-dix et celle des années quatre-vingts montre le recours accru aux titres, même dans le pays que certains considèrent comme le royaume des banques universelles. Ainsi, les titres représentent pour ces deux pays près du 40 % du total des prélèvements.

Une économie de marché financier alloue-t-elle mieux les ressources qu'une économie d'endettement ?

L'évolution des systèmes financiers durant ces dernières années soulève plusieurs questions dont la plus fondamentale est de savoir si l'efficacité économique s'en trouve augmentée. Une économie de marché financier alloue-t-elle mieux les ressources qu'une économie d'endettement ?

La réponse à cette question demande une analyse comparative des deux systèmes financiers et porte sur leur capacité respective à procurer des moyens de paiements, d'une part, et à assurer la mobilisation de l'épargne et contribuer à l'investissement productif, orientés vers des usages socialement utiles, d'autre part, et, enfin, à gérer le risque.

1.5. Le rôle macro-économique des marchés financiers

Dans la mesure où les entreprises se financent directement sur le marché des capitaux et les ménages détiennent leur épargne sous forme de titres, c'est aux marchés financiers, guidés par la main invisible, d'allouer l'épargne à l'investissement productif.

La principale activité des marchés financiers n'est pas de financer l'investissement productif.

Outre la gestion des flux financiers, c'est-à-dire celle des nouvelles émissions et des augmentations de capital, les marchés gèrent le stock d'actions, d'obligations et autres titres précédemment accumulés. Une analyse succincte du fonctionnement du marché et du comportement des acteurs semble indiquer que l'activité principale des marchés financiers est de gérer le stock et non pas de générer un flux financier qui alimenterait l'investissement productif.

Le court terme des marchés financiers révèle la myopie des agents.

La raison première en est la myopie naturelle des acteurs. Hormis les investisseurs institutionnels qui, du fait de la nature de leur mandat, devraient opérer dans une perspective de plus long terme, les acteurs dans leur grande majorité semblent prendre leurs décisions sur la base de critères relevant du court terme. L'analyse technique, qui met en exergue les possibilités de ventes et d'achats à court terme, est plus couramment appliquée que l'analyse fondamentale, qui évalue le potentiel à long terme de l'entreprise. A ce sujet, une étude sur le marché suisse a paru récemment. Elle classe d'un point de vue fondamental, c'est-à-dire selon leurs potentiels à long terme, les plus importantes sociétés cotées en Suisse. Il en ressort que seul 30 % des sociétés sont correctement évaluées par le marché. Les 70 % restantes sont soit surévaluées, soit sous-évaluées. Ces résultats incitent à remettre en question l'hypothèse selon laquelle le marché incorpore toutes les informations disponibles. De fait, c'est avant tout l'espérance de gain en capital, et non le dividende, qui motive l'achat ou la vente. Par conséquent, ce n'est pas tant la productivité potentielle de l'entreprise qui motive une transaction sur un titre, mais le fait qu'il soit mal évalué par le marché. Ce comportement n'est pas irrationnel. Exploiter les fluctuations autour de la tendance est l'un des moyens de battre le marché. Une meilleure performance du portefeuille devient possible, pour autant que l'on choisisse les titres au bon moment, ce que chacun prétend savoir faire.

Du fait que les cours de bourse ne reflètent que très imparfaitement le potentiel à long terme de l'entreprise et que l'hypothèse des marchés efficients, chère à la science économique, repose sur ce postulat, l'acte de foi selon lequel les marchés financiers permettent une allocation optimale des ressources, peut être remis en question. Il est vrai que les prix sont

ajustés en permanence et qu'un titre ne peut être indéfiniment surévalué ou sous-évalué. A long terme, les prix des titres reflètent le potentiel de l'entreprise. Toutefois, il est vrai que le long terme n'existe pas, car l'économie en général et les marchés financiers en particulier se trouvent perpétuellement pris dans des processus d'ajustement donnés, c'est-à-dire en mouvement. Entre le cours du jour et celui du long terme hypothétique, maintes transactions vont avoir lieu. Durant cette phase d'adaptation, le cours fluctuera autour d'une tendance (qui sera infléchie), sans pour autant que la valeur de l'entreprise ait changé. En effet, la tendance n'est pas une valeur absolue ; elle est déterminée ex-post sur la base des fluctuations journalières ou hebdomadaires.

Une vague d'achats poussera un cours à la hausse jusqu'à ce qu'il ne soit plus sous-évalué et, inversement, une vague de ventes baissera le cours d'un titre surévalué. Dans le cas d'une hausse, nous assistons à l'accroissement de la fortune du détenteur du titre, sans que le stock de capital physique ait augmenté pour autant. Ce phénomène peut être assimilé à de l'inflation dont les agents se réjouissent (réaction inhabituelle) au lieu de s'en plaindre. Ce paradoxe peut être expliqué par le fait que cette montée des prix profite aux détenteurs du titre pour autant qu'ils l'aient acquis à un cours inférieur.

Dans ce contexte, les commissions et les profits du secteur financier diminuent d'autant l'investissement productif.

Une quantité importante de l'épargne et des ressources humaines est ainsi affectée, en vue d'obtenir une évaluation correcte des marchés et des entreprises. Les commissions gagnées par les intermédiaires sont le reflet de l'inadéquation systématique entre le prix de marché et la valeur intrinsèque d'un titre, d'une part, et proviennent de ce que chacun des investisseurs en bourse espère être mieux informé, d'autre part. De fait, les commissions et les profits générés par les multiples changements de propriétaires d'un titre correspondent à un coût qui représente une perte nette en terme d'investissement productif. De plus, la volatilité ainsi créée et entretenue est particulièrement néfaste aux entreprises qui voient s'élever leurs coûts de refinancement (la prime d'émission se calculant sur la base de la volatilité).

L'hypothèse, selon laquelle les marchés financiers -par leurs liquidités et l'ajustement permanent des prix- garantissent une allocation optimale des ressources, ne peut être acceptée sous sa forme simple. Elle n'est vraie que dans le long terme, qui lui n'existe que dans l'abstraction théorique. Dans le court terme, jour après jour, les prix cherchent à refléter le potentiel d'avenir de l'entreprise et à anticiper les réactions futures du marché sans jamais y parvenir vraiment. C'est dans cet hiatus permanent entre le court et le long terme que le secteur financier trouve sa raison d'être.

1.6. La taille du secteur financier

Le rôle et l'évolution de la bourse s'enracinent dans l'activité du secteur financier. A ce titre, les activités financières sont génératrices de valeur ajoutée et d'emplois ; elles font, par conséquent, partie intégrante de l'activité économique moderne.

Les économies de marché sont à forte dominante tertiaire. En effet, les activités de services occupent un nombre toujours croissant d'employés et génèrent un revenu dont l'importance en termes relatifs dépasse les deux tiers du PIB. Ainsi, la probabilité qu'un Américain soit occupé dans le domaine des services est de près de 70 % à la fin des années quatre-vingts alors qu'elle était à peine supérieure à 50 % dans les années soixante. Il en va de même pour les autres pays développés. C'est dans ce contexte de tertiarisation que le secteur financier a affirmé son importance dans l'activité économique contemporaine.

Une part croissante à la valeur ajoutée et...

D'après l'International Standard Industrial Classification (ISIC) le secteur financier recouvre les banques, les sociétés financières, les assurances, les affaires immobilières, les bureaux de conseil, les services commerciaux etc. Ainsi défini, le secteur financier aux Etats-Unis et au Royaume-Uni compte pour plus du 20 % de la valeur ajoutée. Son importance en France et au Japon est un peu moindre, elle s'établit entre 15 et 20 % de l'activité économique. Parmi les grands de l'économie mondiale, seul le secteur financier allemand a contribué pour moins de 15 % de la valeur ajoutée. Dans tous les pays développés, le secteur financier croît plus

rapidement que le reste de l'activité économique, aussi bien en valeur absolue qu'en valeur relative.

... à l'emploi.

En termes de contribution à l'emploi total, les Etats-Unis et le Royaume-Uni comptent plus du 10 % de leur population active dans les activités financières. A l'autre extrémité, le secteur financier allemand pourvoit moins de 7 % du total des emplois et le suisse un peu plus de 5 %.

Selon les pays analysés, les activités financières accentuent ou contrecarrent les cycles conjoncturels. En effet, il n'est guère possible de dégager une tendance commune pour les principaux pays industrialisés. Ainsi, en Allemagne et aux Etats-Unis, les institutions financières (banques et assurances) ont un rôle stabilisateur dans l'emploi total car, lors de récessions, le taux de croissance de l'emploi dans ces deux domaines d'activité fléchit, mais demeure positif, alors que celui de l'emploi total atteint des valeurs négatives. Il en va de même dans ces deux pays pour la croissance de la valeur ajoutée du secteur financier, qui tend à amortir les cycles conjoncturels. Par contre, en France et au Japon, le secteur financier amplifie les fluctuations du taux de croissance de l'activité économique car, en période de récession économique, le ralentissement de l'activité financière est supérieur au ralentissement affectant les autres secteurs de l'économie.

La capitalisation boursière a été en très forte croissance ces vingt dernières années.

A l'instar du nombre d'employés et de la valeur ajoutée, la capitalisation boursière des économies modernes augmente en termes absolus et relatifs. En effet, entre le début des années soixante-dix et la fin des années quatre-vingts la valeur totale des actions a été multipliée par plus de trois en Suisse, par quatre aux Etats-Unis et en Allemagne, par plus de huit au Royaume-Uni et par plus de douze au Japon et en France. Sur la période, la forte croissance de la capitalisation en termes absolus a été accompagnée par une augmentation de son poids relatif en terme de Produit national brut (PNB). A la fin des années quatre-vingts, la capitalisation des actions était (en pour-cent du PNB) de près de 19 % en

France et en Allemagne, de 48 % aux Etats-Unis, de 70 % en Suisse et au Royaume-Uni et de plus de 100 % au Japon.

Ainsi, la finance joue un double rôle dans les économies modernes : elle sous-tend les activités économiques, mais elle est aussi un secteur d'activité au même titre que les autres. Dans ce contexte, la question de savoir si la montée en flèche des activités financières trouve sa raison d'être dans l'activité économique réelle ou bien si elle est la traduction de l'autonomisation de la sphère financière reste ouverte.

1.7. Bourse et conjoncture

Les marchés financiers, et, plus particulièrement, l'évolution des indices boursiers, devraient -selon la théorie des marchés efficients- anticiper la conjoncture, c'est-à-dire l'évolution du PNB.

La théorie des marchés efficients est sujette à caution.

L'hypothèse d'efficacité des marchés financiers comprend trois dimensions. L'efficacité informationnelle selon laquelle l'ensemble des informations pertinentes à l'évaluation d'un actif (prévisions conjoncturelles, sectorielles, d'entreprises et de taux d'intérêts) est accessible à tous les agents. La rationalité du comportement des acteurs garantit pour sa part, que les cours sont l'unique reflet des anticipations rationnelles des investisseurs quant à leur revenu futur. L'efficacité organisationnelle formule l'hypothèse selon laquelle le marché dans son ensemble dirige l'épargne vers les secteurs les plus productifs. Il en résulte une adéquation parfaite entre l'investissement financier et l'investissement productif.

Aussi élégante soit-elle, cette théorie pose quelques problèmes. Il y a autant de tests empiriques qui infirment l'efficacité des marchés financiers que de tests qui la confirment. Les hypothèses postulées sont lourdes et, de fait, ne permettent pas d'expliquer les fortes fluctuations des cours et les flambées spéculatives. La polémique est vive et les enjeux idéologiques de première importance, par conséquent, on ne peut se satisfaire d'une affirmation péremptoire alléguant que les marchés sont efficients au sens de la théorie.

Dans le long terme, il est des plus probable que la conjoncture influence les cours en bourse...

Une causalité entre la conjoncture et la bourse semble pourtant très vraisemblable dans le long terme : un titre ne peut indéfiniment être surévalué ou sous-évalué. Une intuition analogue vaut a fortiori aussi bien pour un marché que pour l'ensemble des bourses : la fin brutale de la surévaluation, survenue le 19 octobre 1987, ne le confirme-t-elle pas ? Pourtant, dans le court terme que se déroulent les transactions, la situation est tout autre. Les cours peuvent fortement dévier de leurs niveaux de long terme, c'est-à-dire de ceux où le cours correspond au potentiel de croissance de l'entreprise. C'est dans ce "trading", qui fait obstinément abstraction du long terme, que se font et se défont les fortunes.

... le contraire est vraisemblable aussi : la bourse influence la conjoncture.

Par ailleurs, il semble tout aussi raisonnable de s'attendre à ce que les spéculations influencent à leur tour la conjoncture. Après le crash d'octobre 1987, la contraction de la capitalisation boursière mondiale est évaluée à 2 000 milliards de dollars sur l'ensemble des places boursières. L'ampleur historique de cette crise financière a donné lieu aux pires craintes quant à ses retombées conjoncturelles. Pourtant, étant donnés les bons résultats obtenus durant l'année 1988, tant au niveau de l'emploi que de la croissance, les anticipations ont été revues, et les professionnels s'entendent aujourd'hui pour affirmer que cette crise financière n'a eu aucune répercussion sur l'économie. Cette affirmation mérite toutefois d'être nuancée.

La nature des mécanismes de transmission qui propagent les ondes de choc à l'intérieur d'un système interdépendant est complexe ; de plus, la durée des délais de transmission reste une inconnue. L'analyse est difficile, d'autant plus que les banques nationales ont différé les ajustements en injectant massivement des liquidités. On constate aujourd'hui une crise dans le secteur financier et un ralentissement conjoncturel général. Ainsi, un lien de cause à effet entre la crise de 1987 et la récession amorcée en 1990 aux Etats-Unis ne peut être exclu.

La crise actuelle est-elle la conséquence des débordements de 1987 ?

Les économies occidentales subissent actuellement une crise, aussi bien dans le secteur de l'immobilier que dans le secteur bancaire : tous deux sont importants en raison de leur poids relatif dans le PNB et leur rôle central dans l'économie. Le secteur bancaire est en crise par le biais du crédit. Des débiteurs, de plus en plus nombreux, qui ne peuvent plus assurer la charge de la dette font faillite et obligent les banques à procéder à des provisions importantes. Cette crise est partiellement due à une politique de crédit trop laxiste, menée à l'époque faste de l'argent facile. Les effets n'en sont pas encore entièrement visibles. Alors qu'aux Etats-Unis et même en Suisse, des faillites de banques ont déjà été déclarées, le mouvement est en train de s'esquisser au Japon. Les conséquences pour les ménages et les entreprises sont évidentes : les premiers risquent de perdre leur fortune et les secondes (particulièrement les petites et moyennes entreprises) voient leur source de financement tarir. Le secteur immobilier n'est-il pas en crise dans la mesure où les spéculations d'avant 1987 y ont débordé ?

Les cours en bourse ne peuvent indéfiniment évoluer sans être reliés au secteur réel. Mais dans quel sens va la causalité, s'il y en a une ? Aujourd'hui, l'instabilité du système financier mondial semble plus grande de par la globalisation, les moyens technologiques ainsi que la massive titrisation des actifs et plus facilement transmissible à l'économie réelle. La majeure partie des actifs (entreprises et immobilier) est financiarisée ; de ce fait, une onde de choc financière touche l'économie mondiale. Paradoxalement, le crash de 1987, en mettant fin aux spéculations, a eu également des effets positifs. En effet, durant la période de hausse des cours (1982-1987), les liquidités ont été soustraites à l'investissement productif et à l'industrie au profit de la finance car l'investissement financier permettait des rendements nettement plus élevés. La douche froide de 1987 aurait-elle amorcé un retour de balancier ? De là à dire que les cours influencent la conjoncture, il n'y a qu'un pas qu'il serait prématuré de franchir.

1.8. Discrimination à l'encontre des PME

Les changements dans le mode de fonctionnement des systèmes

financiers ont conduit, dans les années 1980, à l'extension du nombre des PME cotées, notamment sur les marchés secondaires, traitées hors-cote ou sur les avant-bourses. Cette évolution a permis à certaines PME d'ouvrir leur capital au public -même limité- et de renforcer ainsi à bon compte leurs fonds propres. Toutefois, l'opportunité de profiter des primes d'émission qui allait de pair avec l'ouverture du capital ne s'offrait qu'à une fraction fort congrue des PME. La désintermédiation au sein des systèmes financiers a donc accentué la hiérarchie entre les PME en différenciant leur accès aux sources de financement. De plus, la fin des années quatre-vingts et le début des années quatre-vingt-dix ont vu s'effondrer les transactions sur les petites cotes sur presque tous les marchés.

Les multinationales et les grandes entreprises nationales ont bénéficié de l'extension du rôle des marchés financiers.

Les multinationales et les très grandes entreprises ont pleinement profité de l'extension des marchés financiers dans la mesure où elles ont pu soit augmenter leurs fonds propres dans le sillage de la hausse des cours, soit se procurer du capital étranger à bon compte. Ainsi, la globalisation du système financier leur a permis de mieux ajuster les structures de financement à celles des activités.

L'extension du rôle des marchés financiers a aussi bénéficié aux grandes entreprises nationales en leur permettant de placer leurs actions auprès du public. Toutefois, ces entreprises restent, dans la plupart des cas, en dehors du marché obligataire, car leur taille et leurs besoins de financement sont trop faibles par rapport aux habitudes du marché. Par conséquent, mis à part les fonds levés lors des augmentations du capital, elles continuent à financer leurs investissements soit par auto-financement, soit par crédits bancaires.

Au bas de l'échelle des entreprises se trouvent les PME, c'est-à-dire -selon l'une des définitions de la CEE- les entreprises occupant entre une et 500 personnes. Dans l'immense majorité des cas, il s'agit d'entreprises familiales de très petite taille. Le niveau de leurs fonds propres est faible, de même que leurs possibilités d'auto-financement. Le développement des marchés financiers n'a pas véritablement étendu l'éventail des financements accessibles à ce type d'entreprises,

et le crédit bancaire reste leur source extérieure de financement quasi unique.

Dans une perspective de placement, chaque catégorie d'entreprises présente des caractéristiques propres : pour les grandes multinationales, le niveau de risque est quantifié par des agences spécialisées, alors que le volume de titres en circulation garantit une grande liquidité au placement. Ce n'est pas le cas des entreprises cotées de moindre importance, pour lesquelles l'appréciation du risque est moins structurée et l'étroitesse du marché n'exclut pas de grandes variations de cours. Toutefois, de par leur taille et le poids de leur bilan, ces entreprises présentent pour les banques des garanties suffisantes pour obtenir des crédits à des conditions favorables.

Il en va autrement des PME...

Il en va autrement des petites entreprises. D'un côté, ces entreprises constituent la clientèle traditionnelle des banques locales, notamment en raison de leur imbrication dans le tissu économique et social du lieu. De l'autre côté, les PME forment, par définition, une population très volatile, donc risquée du point de vue du crédit bancaire. Parce que les banques ont beaucoup de peine à juger les risques liés à telle ou telle PME spécialisée, leur politique en matière de crédit aux PME est extrêmement prudente, notamment en période de basse conjoncture. Celles-ci surmontent les réticences des banques en acceptant des taux d'intérêts qui intègrent une prime de risque et en se satisfaisant des limites étroites de crédits. Par rapport aux grandes et très grandes entreprises les PME souffrent donc d'un double handicap : le coût du crédit et le rationnement de ce dernier.

... pour qui le financement reste un problème...

Grâce à l'évolution des systèmes financiers, les marchés de capitaux se sont plus largement ouverts aux actions et aux obligations des grandes entreprises ce qui, en toute logique, a modifié leur structure de financement. Il en a probablement résulté une baisse de la demande de ces mêmes entreprises pour le crédit bancaire. Parallèlement, une partie de l'épargne des ménages a été détournée des banques vers les papiers valeurs.

Plutôt que de chercher à compenser la perte des grands clients par l'augmentation des crédits accordés aux PME avides de financement, les banques ont augmenté la part des commissions dans leur rémunération. Cela explique pourquoi, malgré un fléchissement relatif dans les besoins en crédit des grandes entreprises, le financement des PME, particulièrement des plus petites et des plus récentes, reste un problème. En effet, parce que les coûts de gestion d'un dossier de crédit ne dépendent pas directement de l'importance de ce dernier, les banques restent réticentes à l'égard des petits clients. Les nouvelles PME sont les plus vulnérables, les banques ayant tendance à leur refuser des crédits puisqu'elles n'ont pas d'histoire et que cette dernière reste, pour la communauté financière, la meilleure prédiction de la performance future de l'entreprise.

... encore plus aigu dans les pays du Sud.

La globalisation du système financier mondial a très probablement conduit à l'accentuation de la hiérarchie entre les entreprises en besoin de financement. Les entreprises présentant des risques quantifiables ont vu leurs conditions d'accès s'améliorer, alors que la situation des PME a connu l'évolution inverse. Ceci est particulièrement vrai dans les pays en voie de développement où l'épargne -faible en soi- a plus de facilité à se détourner des entreprises nationales au profit des "blue chips" mondiaux. Il semblerait donc que la globalisation renforce encore la discrimination à l'encontre des PME dans les pays du Sud.

1.9. Marchés financiers et réglementation

Les pays montrent une grande diversité de traditions, de doctrines, de pratiques et de structures institutionnelles héritées du passé. Les dispositions réglementaires actuelles ne sont pas toujours suffisantes pour faire face au développement fulgurant des marchés financiers. Les rapides changements qui ont lieu sur le marché financier interpellent sans cesse les autorités de régulation et nécessitent des réformes soutenues et cohérentes dans le temps.

Les systèmes de réglementation en place ont été conçus alors que les marchés financiers étaient beaucoup moins complexes et interdépendants. Certains pays font encore confiance à l'autodiscipline

des acteurs. Traditionnellement, les dispositions de surveillance du marché des papiers-valeur, de la bourse en particulier, et de la réglementation bancaire ont été prises pour des motifs relatifs à la protection de l'investisseur contre les fraudes et la manipulation des cours, ainsi que pour se protéger contre l'insolvabilité des intermédiaires financiers.

Les nouveaux risques...

Les innovations financières constituent un perfectionnement des marchés financiers dans la mesure où elles permettent une meilleure allocation des risques entre les participants au marché. Sur un plan systémique, la globalisation du système financier mondial en change la nature, ce qui est susceptible d'accroître les risques inhérents aux activités financières :

- Risques liés à la volatilité (accrue) des cours des titres qui influencent en particulier la valeur des titres dérivés (des options, par exemple) ;
- Risques liés à la complexité et à la compatibilité légale des instruments financiers proposés et de leur gestion (processus de l'innovation financière) ;
- Risques liés au manque de transparence des transactions et de la situation financières des acteurs (transactions hors bilan, par exemple) ;
- Risques relatifs à la globalisation des marchés financiers (transmission des secousses boursières, par exemple).

Ces nouveaux risques exigent la connaissance poussée des mécanismes du marché et des méthodes d'évaluation des titres, alors que l'augmentation de la volatilité, parfois contestée sur un plan empirique, alimente les mouvements de spéculation et favorise l'émergence de nouveaux instruments.

... sont des défis posés à la réglementation étatique.

L'objet de la réglementation étatique et des éventuels codes de

déontologie concerne aussi bien le comportement des acteurs spécialisés, actifs sur le marché financier, que la définition des produits et le fonctionnement général des marchés. Peu de pays industrialisés ont une réglementation relativement complète sur les nouveaux instruments financiers (options, contrats à terme, etc.), mais un certain nombre d'entre eux, sous l'impulsion des événements de 1987, procèdent à une révision des dispositifs et mécanismes de contrôle, afin de supprimer les lacunes inopportunes.

L'harmonisation internationale des ratios de capital, élaborée par le Comité Cooke et devenue effective en 1992, est un exemple récent d'un effort de réforme conséquent. L'introduction du "ratio Cooke" va limiter la croissance des bilans bancaires et, par conséquent, la concurrence effrénée.

De nouvelles dispositions légales sont-elles nécessaires ?

Le champ potentiel de la réglementation est large : il va de la fixation des conditions minimales à remplir pour lancer un produit sur le marché aux règles d'information, en passant par les mesures classiques de protection de l'investisseur. L'apparition de nouveaux produits et le processus de concentration entamé dans le secteur financier posent un certain nombre de défis aux autorités de régulation.

En premier lieu, il s'agit de savoir si de nouvelles bases et dispositions légales sur les innovations financières sont vraiment nécessaires et quel peut être le rôle de l'autorégulation des acteurs sur les marchés financiers. Il est connu que la réglementation peut elle-même inciter la création de nouveaux instruments et des comportements pervers.

Les risques de morceler le pouvoir de surveillance au niveau national comme au niveau international existent.

En second lieu, il existe un risque de morceler le pouvoir de contrôle et de surveillance, soit par rapport aux différentes catégories d'acteurs (banques, gestion de fortunes, commerce de papiers-valeur, etc.), soit par rapport aux divers compartiments du marché financier (actions, obligations, produits dérivés, etc.). La coordination des mesures et des

autorités de surveillance est importante dans la mesure où tant les acteurs que les produits sont substituables et que les mesures prises par l'une ou l'autre des autorités peuvent être contradictoires.

Finalement, au niveau international, il existe une incertitude sur la répartition des compétences de réglementation. Une certaine harmonisation internationale de la réglementation des marchés financiers pourrait être souhaitable, afin d'éviter une concurrence entre pays au détriment de la qualité de la surveillance. Ne faudrait-il pas alors remplacer l'approche bilatérale largement répandue actuellement par une approche multilatérale ?

1.10. Les marchés financiers dans le développement et la transition

Le marché financier est-il un instrument de développement économique pour les pays en voie de développement (PVD) et pour l'Europe de l'Est ? En d'autres termes, ces pays peuvent-ils, grâce à la création de bourses de valeurs, espérer une solution à leurs problèmes du financement des investissements productifs.

Que ce soit dans les PVD...

Les PVD sont confrontés à deux problèmes différents, mais complémentaires : d'un côté, le faible montant des transferts nets en leur faveur et, de l'autre, la fuite -par toutes sortes de canaux- de l'épargne nationale vers des places financières internationales. Le développement des marchés financiers propres aux PVD pourrait, théoriquement du moins, contribuer à la solution simultanée des deux problèmes : arrêter la fuite des capitaux et attirer des capitaux étrangers. D'après l'International Finance Corporation, les bourses de valeurs sont, pour les pays en voie de décollage économique (pays à fort taux de croissance et à un stade de développement plus avancé que les PVD), un outil au service de l'industrialisation. De fait, l'IFC conseille aux PVD dans leur ensemble de favoriser l'implantation de bourses de valeurs. A la lumière des observations faites sur les bourses de valeurs des pays en voie de décollage, les arguments ne manquent pas : possibilité pour les grandes entreprises de lever des capitaux sur le marché domestique et étranger, flux accru de capitaux sous forme d'investissement en portefeuille vers

ces pays du Sud aux rendements sensiblement supérieurs à ceux des pays développés, gain d'efficacité dans les économies grâce à la libéralisation des systèmes financiers où encore incitation à l'épargne domestique.

... ou dans les pays de l'Est la bourse est souvent considérée comme un outil de développement...

Dans les pays de l'Est, la naissance de bourses de valeurs est souvent vue comme la condition de la réussite de la privatisation du secteur étatique. Quelles que soient les modalités techniques du transfert de propriété du secteur étatisé au secteur privé, les bourses, une fois ce transfert effectué, rempliraient un double rôle. Le premier, de loin le plus important au début du processus de privatisation, consisterait à allouer, dans le respect de l'efficacité économique, le stock d'actifs anciennement propriété de l'Etat. Le second rôle, analogue à celui que la bourse devrait remplir dans les PVD, serait de donner naissance à un flux de capitaux, étrangers comme domestiques, qui serviraient de levier à la croissance des économies post-communistes.

... ceci au risque de discriminer les PME qui sont le ferment du développement et de la transition.

Néanmoins, certaines conditions devraient être réunies pour que les marchés financiers deviennent de véritables ferments du développement et de la transition. Les petites et moyennes entreprises (PME) devraient être à l'abri d'une discrimination quant à leurs accès aux sources de financement. La remarque est d'importance dans la mesure où un secteur privé vigoureux, donc un tissu de PME dense, est considéré comme la condition et la priorité pour un développement durable par un nombre toujours croissant d'organismes d'aide au développement et de spécialistes de la transition. Il faudrait, en outre, que les capitaux extérieurs trouvent effectivement le chemin de l'investissement productif. Enfin, le développement des marchés financiers nationaux devrait non seulement stimuler l'épargne interne, mais encore augmenter la proportion de l'épargne qui parvient jusqu'à l'investissement productif. A première vue, ces conditions sont loin d'être remplies dans la plupart des pays en voie de développement, ainsi que dans les économies en transition.

Ce qui compte, en définitive, c'est l'investissement productif.

Les marchés boursiers des pays en voie de décollage économique ont enregistré ces dernières années des rendements souvent spectaculaires. Cependant, après un premier engouement de la part des investisseurs et des agences internationales de développement, des doutes sont apparus. Ainsi, selon un ancien responsable de la Banque Mondiale, les placements effectués sur le marché boursier ne profitent pas aux entreprises, mais reflètent simplement les arbitrages des investisseurs portant leur demande d'un actif à l'autre. Le fait que la volatilité des cours soit plus forte et que l'instabilité moyenne de l'actionnariat y soit quatre fois supérieure à celle des marchés des pays industrialisés, soutient cette inquiétude. Les exemples d'échecs ne manquent pas ; ainsi, les bourses de Varsovie et de Budapest, dont l'ouverture a été annoncée comme une étape cruciale de la transition, accumulent les contreperformances. Quant à l'argument d'une plus grande efficacité introduite grâce à la bourse, il est fragilisé dans la mesure où le système juridique et le droit de propriété sont la plupart du temps déficients dans les pays du Sud et dans l'Europe de l'Est favorisant ainsi des manipulations de cours au profit d'initiés. Enfin, il est nécessaire de souligner que le rendement élevé des marchés boursiers des pays en voie de décollage économique est certes un critère déterminant pour apprécier l'attrait de ces marchés, mais un autre critère réside dans la faible corrélation, voire la corrélation négative, entre ces marchés et les marchés des pays développés. Ceux-là permettent aux investisseurs de diversifier leurs portefeuilles et de se protéger ainsi contre les déboires de la bourse de Tokyo ou de New York.

En dernière analyse, la question est de savoir quel est le lien entre le développement industriel des économies du Sud et de l'Est d'une part, et le développement des marchés boursiers dans ces pays d'autre part.

PARTIE II

MARCHÉ FINANCIER ET INVESTISSEMENT PRODUCTIF

2.1. Introduction

Comment les marchés financiers en général, et les bourses en particulier, contribuent à l'investissement productif et à la création de nouvelles richesses ? Comment expliquer et que penser de la déconnexion grandissante des marchés financiers et de l'économie réelle ? S'agit-il d'une évolution naturelle, caractéristique de la société post-industrielle, ou bien d'une ornière, dans laquelle s'enfonce l'économie mondiale sans y prêter attention, absorbée qu'elle est par des préoccupations à court terme ?

Même si le monde de la finance est concerné au premier chef par ces interrogations fondamentales, elles touchent en réalité très directement tous les secteurs de l'économie : l'industrie comme les services, les pays de l'OCDE comme ceux qui cherchent désespérément à entrer dans le club des riches. L'économie des rentiers prend subrepticement la place de celle des producteurs ; à défaut de s'opérer dans la réalité, ce glissement a lieu dans l'imaginaire.

Les analyses présentées ici s'effectuent sur un terrain particulièrement aride puisqu'elles cherchent à mettre en rapport des événements habituellement observés isolément, appartenant tantôt au monde de la finance, tantôt au monde de l'économie dite réelle. Deux exemples illustrent ces propos.

Une foule d'analystes financiers suit à la trace les entreprises cotées en bourse. Ils réagissent à la moindre indication concernant les résultats ou les perspectives à moyen terme. A chaque fois qu'une grande bourse mondiale perd 10 %, on croit à un cataclysme. Or, on ne connaît pas la contribution des entreprises cotées au produit national et l'on ignore l'effet réel qu'une baisse des cours peut avoir sur le fonctionnement des entreprises cotées.

L'évolution au jour le jour des marchés financiers occupe certains des esprits les plus brillants de la planète mais la question du rapport -à long terme- entre leur rendement et la croissance du produit national n'intéresse que quelques visionnaires. Et pourtant l'explosion des marchés financiers des années 1980 est flagrante... et inexpliquée.

2.2. Les termes du dilemme

La bourse n'est qu'une source marginale de financement des entreprises dans les pays économiquement les plus développés, ...

Initialement, la raison d'être de la bourse était le financement des entreprises. Grâce à elle, par entrée en bourse ou par augmentation de capital, les entreprises levaient les capitaux dont elles avaient besoin pour leur expansion. Aujourd'hui, les bourses les plus développées de la planète ont presque totalement abandonné ce rôle. D'une part, les nouvelles émissions représentent moins de 5 % seulement de l'ensemble des transactions, donc une activité marginale. D'autre part, du point de vue des entreprises, le financement par émission d'actions -et même d'obligations- est extrêmement faible. Paradoxalement, plus la place boursière est importante, moins elle se préoccupe du financement des entreprises.

... par conséquent, sa fonction de "gardien du patrimoine" prend le dessus sur celle d'allocateur de ressources au sein de l'économie.

A l'évidence, les changements dans la capitalisation boursière des grandes places financières reflètent généralement les variations de cours des titres déjà cotés, l'apport des nouvelles entrées en bourse ou émissions étant marginal. Par conséquent, les variations de la capitalisation indiquent des variations -notionnelles ou réelles -du patrimoine des porteurs de titres et les concernent au premier chef. Elles n'intéressent les entreprises cotées que dans la mesure où la volatilité des cours influencera les conditions d'émission de nouveaux titres.

La hausse de la capitalisation boursière ne se finance que partiellement sur les marchés financiers ; le complément résulte du détournement de moyens de financement au détriment, notamment, de l'investissement productif.

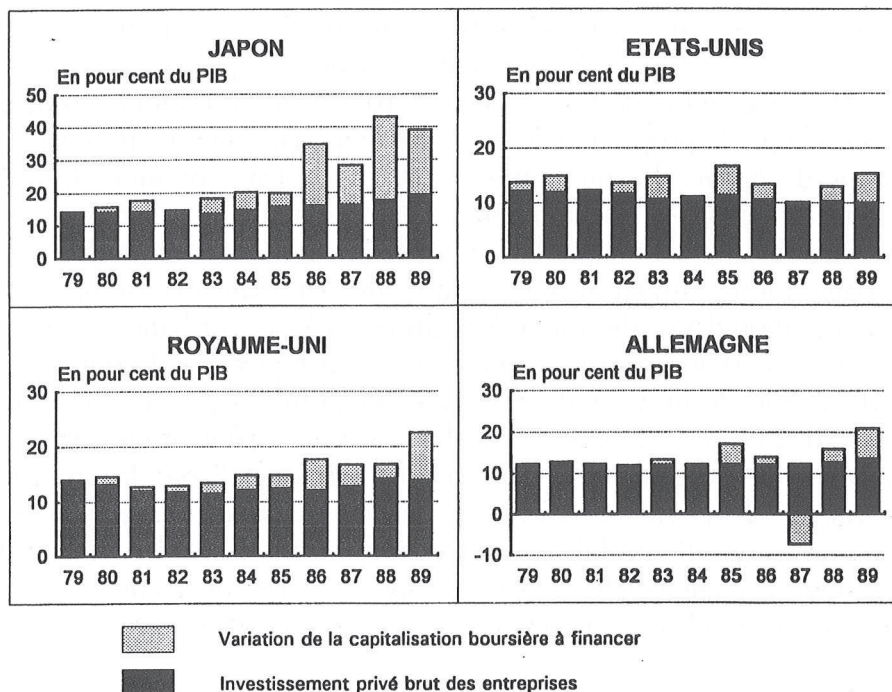
Les marchés financiers ne vivent pas en vase clos. Les variations du patrimoine doivent être financées, du moins dans certaines limites, ce qui implique une ponction de ressources extérieures. Comment quantifier le besoin de financement supplémentaire qui résulte des variations de la capitalisation boursière ? Il suffit pour cela de multiplier cette variation d'une année à l'autre, en valeur courante, par le taux de rotation des titres, c'est-à-dire par la proportion des titres sur le marché qui ont effectivement changé de mains durant l'année. En effet, c'est seulement lors de transactions effectives que la différence entre le nouveau et l'ancien cours doit être financée. Lorsque la capitalisation boursière augmente, son accroissement, multiplié par le taux de rotation, est financé par l'augmentation des crédits mis à disposition par le secteur bancaire, mais il ne s'agit que d'une couverture partielle. Le complément découle d'une réaffectation de moyens de paiement, disponibles par ailleurs dans l'économie. En d'autres termes, une hausse de la capitalisation exerce un double effet : d'une part, elle est "autofinancée" par la création subséquente de moyens de paiement, d'autre part, elle détourne une partie des moyens qu'elle mobilise d'autres utilisations possibles. L'effet de déviation est d'autant plus fort que l'espérance de rendement, pondérée par le risque, est plus élevée en bourse que dans l'investissement productif.

Une baisse de la capitalisation ne s'amortit que partiellement sur les marchés financiers, le solde devant être amorti par la raréfaction des moyens de financement disponibles.

Lorsque la capitalisation baisse, la destruction du patrimoine, multipliée par le taux de rotation, n'est que partiellement amortie par la destruction des moyens de financement créés antérieurement pour financer sa hausse. Le complément est financé par la ponction sur les moyens disponibles, notamment pour l'investissement productif.

En période de krach financier, les autorités monétaires ont tendance à augmenter la masse monétaire pour empêcher que la bourse ou le marché n'entraîne l'économie réelle dans sa chute. Si, en période de baisse, l'intervention des pouvoirs publics peut protéger l'investissement réel par une politique ad hoc, il en va autrement en période de hausse, pour laquelle aucune prescription de politique monétaire ne peut être clairement formulée.

INVESTISSEMENT FINANCIER VERSUS INVESTISSEMENT PHYSIQUE



Sources : OCDE, FIBV, calculs propres

Figure 3

Durant la fin des années 1980, la capacité d'investissement des économies occidentales n'a pas baissé, cependant une part croissante en a été absorbée par le financement de l'explosion des capitalisations, et l'investissement productif en a souffert.

Le financement supplémentaire, absorbé par les bourses lors de leurs envolées historiques durant les années 1980, doit être mis en rapport avec l'évolution de l'investissement privé des entreprises. Les résultats obtenus sont éloquentes : ils montrent que la capacité d'investissement des économies occidentales n'a pas baissé en termes de PIB, si on la considère comme la somme de l'investissement physique (brut) et de l'investissement financier, servant à financer la hausse de la capitalisation boursière. Toutefois, le volume des ressources allant à l'investissement

physique a stagné, alors que l'investissement financier a explosé. Ceci indique que la hausse des cours détourne une part importante et croissante de la capacité de financement de l'économie, de l'investissement réel, vers l'investissement purement financier.

En conclusion, toute variation de cours qui s'écarte durablement et nettement de la tendance du PNB est nocive pour l'investissement productif.

Le cas du Japon illustre la déviation à l'extrême.

Le cas japonais est particulièrement frappant et illustre bien le phénomène : l'augmentation de capitalisation boursière à financer était de près de 600 milliards de dollars pour 1987, 640 pour 1988 et "seulement" 260 en 1989, ce qui représente respectivement 21 %-22 % du produit intérieur brut japonais. La hausse de la capitalisation boursière n'a pas directement profité aux investissements productifs, puisqu'elle était avant tout due à une envolée des cours et qu'en 1988, par exemple, les émissions d'actions et d'obligations n'ont fourni que 11 % du total de leur financement aux entreprises non financières nippones. Ce constat -extrême il est vrai- doit toutefois être pondéré par le fait qu'au Japon les interdépendances et les solidarités entre les institutions financières et les entreprises sont souvent déroutantes pour les non-initiés.

La comptabilité nationale occulte la portée de la déviation de la non-consommation vers l'investissement financier.

Il apparaît que la finance en général et que les marchés financiers en particulier sont un pôle d'attraction et d'absorption pour le PNB, au même titre que l'investissement réel. De fait, le financement de l'investissement physique, destiné à augmenter les capacités de production de l'économie, est en concurrence directe avec celui de l'investissement purement financier. Cette analyse -préliminaire faut-il le souligner- se situe en porte-à-faux par rapport à la comptabilité nationale classique, dans laquelle l'investissement financier n'apparaît pas. Pour exprimer l'effet des marchés financiers en termes de comptabilité nationale, il faudrait dire qu'une partie du revenu non-

consommé ne va pas directement à l'investissement (au sens de la comptabilité nationale), mais passe par le marché financier, d'où elle est redirigée principalement vers la consommation (golden boys). Les marchés financiers contribueraient donc à gonfler artificiellement la consommation, en y renvoyant une partie des revenus qui leur ont été confiés pour couvrir une augmentation du patrimoine (notionnel). En dernière analyse, et contrairement à ce que montre la comptabilité nationale, une partie du revenu national ne serait, ni investie, ni consommée, mais utilisée à financer la hausse de la capitalisation boursière.

Le détournement est-il un mal nécessaire ?

La thèse du détournement des capacités de financement de l'économie par les marchés financiers met en lumière la situation paradoxale de la bourse, qui -à l'origine- est née avec la vocation d'acheminer les capitaux vers les entreprises les plus rentables et de rémunérer les risques. Toutefois, cette thèse mérite d'être relativisée à la lumière du fait que, pour attirer les moyens financiers initialement requis par les entreprises, la bourse a dû donner aux investisseurs financiers une certaine garantie de liquidité. L'existence d'un marché secondaire est donc nécessaire pour que de nouvelles émissions trouvent preneur (voir ci-après, section VII). Tout est question de proportion. On peut alors se demander si, dans les conditions actuelles, l'effet de déviation qu'entraîne le volume de transactions secondaires sur la bourse, est justifié par le volume des nouvelles émissions. Compte tenu de l'importance de l'autofinancement et du rôle limité que les marchés financiers jouent dans le financement de l'investissement (voir section VIII), il est tentant de répondre par la négative.

2.3. Les cours et la croissance : le divorce ?

Aucune "loi économique" ne régit le rapport entre la bourse et la conjoncture.

Le marché boursier est traditionnellement considéré comme un indicateur avancé des mouvements conjoncturels : une hausse durable serait ainsi le signe avant-coureur d'une reprise économique, alors

qu'une baisse de l'indice annoncerait la contraction de l'activité. Pourtant, la relation entre les performances boursières et l'évolution conjoncturelle n'a jamais pu être démontrée avec suffisamment de clarté pour devenir une "loi économique".

Le rendement cumulé de l'indice boursier peut être comparé, pour les Etats-Unis sur une période de trente ans par exemple, avec le taux de croissance nominal cumulé du PNB, ainsi qu'avec -en toile de fond- le rendement cumulé des obligations et des bons du Trésor. Pourquoi comparer le rendement cumulé d'un indice boursier et celui du PNB ? Il s'agit des rendements de deux types d'investissements -l'un financier (l'indice boursier), l'autre réel- en principe représentatifs des capacités de production de l'économie dans son ensemble. En toute logique, ces deux rendements devraient être proches l'un de l'autre, en tant qu'expressions d'une même réalité économique.

La performance de la bourse américaine s'écarte de la croissance cumulée du PNB américain en 1983/84. Pourquoi ?

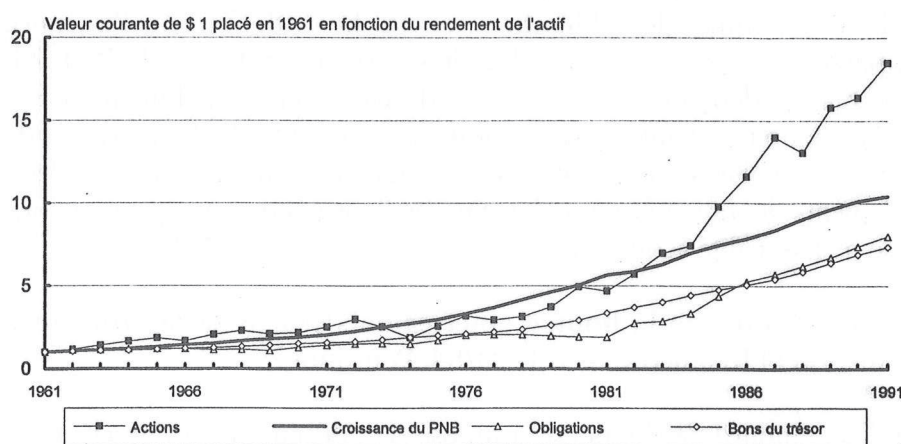
L'indice Standard & Poors est composé de 500 entreprises américaines cotées les plus importantes (S & P 500). Par conséquent, son comportement devrait être représentatif de la santé de l'économie américaine. Pourtant, comme le montre le graphique décrivant la situation des Etats-Unis entre 1961 et 1991, l'hypothèse du "parallélisme" se confirme jusqu'en 1983/84 seulement. A partir de ce moment, un divorce se produit : la bourse s'envole alors que la croissance (nominale) de l'économie se poursuit sans changement de rythme. Comment expliquer cette situation ? Qu'est ce qu'elle implique à moyen et long terme ?

Est-ce parce que le S&P 500 n'est pas représentatif de l'économie américaine ?

Le décollage de l'indice boursier par rapport à l'évolution nominale du PNB américain peut s'expliquer par le fait que les 500 entreprises qui le composent ne sont pas représentatives de l'ensemble de l'économie. Il s'agit avant tout de multinationales, alors que ce sont les PME qui constituent le gros du tissu de l'économie américaine ; le poids des

activités hors des Etats-Unis étant plus important dans le S&P 500 que dans le reste de l'économie américaine. Sans réfuter le fait qu'il est possible que les entreprises les plus efficaces soient surreprésentées dans le S&P 500, il est difficile d'admettre que la compétitivité de l'économie américaine se soit brusquement dégradée.

INDICES DE RENDEMENT CUMULÉ AUX ETATS-UNIS



Sources : OCDE et S&P 500

Figure 4

L'explication alternative (ou complémentaire ?) de la non-représentativité du S&P 500 est à rechercher dans les mécanismes propres aux marchés financiers qui se sont développés dans les années 1980. En effet, il se peut que les actions, et en particulier celles prises en compte dans l'indice, aient fait l'objet d'une demande croissante à cause de la plus grande liquidité qu'assure un investissement financier par rapport à tout autre placement. Or cette liquidité a un prix !

Ou bien est-ce parce que le prix des titres a explosé à cause de la liquidité qu'ils offrent ?

La bourse est un instrument flexible de gestion du patrimoine financier. Ainsi, les titres -actions et obligations- ont pour fonction de permettre aux gestionnaires de répartir leurs actifs de façon à trouver le rapport

risque/rendement correspondant aux préférences de chaque investisseur, et cela compte tenu des informations du moment. La liquidité du placement, c'est-à-dire la possibilité d'échanger rapidement et sans coût excessif le titre contre de l'argent, est la condition sans laquelle cette recherche incessante de l'optimum ne pourrait avoir lieu.

La liquidité augmente le rendement de l'investissement financier et ce faisant...

Le besoin de liquidité des titres ne date pas des années 1980. On l'a vu, il est même à l'origine de la bourse. Pourtant, il se pourrait que le prix de la liquidité ait très fortement augmenté durant la période de dérégulation et de la globalisation financière. Les années 1980 sont aussi celles où l'importance des investisseurs institutionnels et des fonds d'investissement a fortement contribué à drainer le flux de l'épargne des dépôts bancaires vers des formes de placement plus rentables. L'augmentation de la demande de titres qui en a résulté est à l'origine de la "prime de liquidité", qui est venue distinguer les titres facilement négociables des autres actifs présentant la même combinaison risque/rendement. Si l'attrait de la liquidité a effectivement crû durant les années 1980, cela peut aussi signifier que les cours ont augmenté pour des raisons purement financières, sans rapport avec la performance économique des entreprises cotées.

De fait, les sections 4 et 5 du présent document fournissent des éléments qui, en dernière analyse, suggèrent que l'explication de l'évolution divergente des rendements cumulés de la bourse et de la croissance du PNB tient davantage à l'apparition de la prime de liquidité qu'à l'excellence des performances des entreprises cotées.

... elle accentue le détournement des capacités de financement vers les bourses au détriment de l'investissement productif.

L'intégration d'une prime de liquidité croissante dans les cours des titres a provoqué -toutes choses égales d'ailleurs- une augmentation du différentiel entre le rapport rendement/risque de l'investissement financier et de l'investissement productif, en défaveur du second. Comme les agents -en toute logique- n'ont pas tardé à remarquer ce différentiel,

ils ont modifié en conséquence l'allocation de leur épargne en favorisant l'investissement purement financier par rapport à l'investissement physique.

2.4. Concentration sur les marchés boursiers

L'activité des places boursières n'a cessé d'augmenter depuis les quinze dernières années à la fois en termes de capitalisation et...

Selon les données de la Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (FIBV), la capitalisation boursière des grandes places financières du monde ne cesse de croître depuis 1978. Toutefois de grandes différences subsistent en termes de niveau et de rythme de croissance. Rapportées au produit intérieur brut (PIB), les capitalisations boursières de l'Allemagne et de la France sont relativement faibles comparées à celles du Royaume-Uni, des Etats-Unis ou du Japon. Pour l'ensemble des places analysées, la capitalisation est entrée dès 1983 dans une phase de croissance prononcée ; au Japon cette tendance a atteint son paroxysme en 1989 pour se réviser ensuite.

La capitalisation boursière varie, soit parce que le cours des titres se modifie, soit parce que le nombre de titres cotés change à la suite d'émissions nouvelles ou de sorties de bourse. Or, les données disponibles ne permettent pas d'isoler directement l'importance des effets "prix" et "quantité" dans les variations de la capitalisation boursière. Pourtant, comme le montre la section 6, le poids des nouvelles émissions est marginal à la fois comme source de financement des entreprises, et par rapport au volume des transactions de la bourse. Ainsi, la croissance des capitalisations boursières s'explique essentiellement par une envolée des cours.

... de taux de rotation...

Le taux de rotation, appelé aussi vitesse de circulation des titres (rapport entre la valeur des transactions boursières et la capitalisation), indique combien de fois une action change de mains en moyenne pendant une année. Le taux de rotation est un indicateur de la stabilité de l'actionnariat des entreprises cotées. Sur les cinq places observées, le taux

de rotation a augmenté régulièrement depuis le début des années quatre-vingts pour culminer en 1987. Les bourses américaines et allemandes se distinguent par une vitesse de circulation particulièrement élevée, proche de 100 % en 1987 pour retomber ensuite à environ 40 %. Pour les autres bourses, 1987, année du krach boursier, coïncide aussi avec une pointe de vitesse de circulation ; la chute toutefois est moins prononcée en France, par exemple. Même sans tenir compte de cette pointe, de 1978 à 1991, la vitesse de circulation des titres sur les grandes places boursières a presque doublé pour se situer entre 33-43 % à la fin de la période.

Les petites places boursières ont une vitesse de circulation relativement faible alors que les marchés dits "émergents" ont une vitesse de circulation importante. Pour l'année 1991, on observe, aux deux extrêmes, une vitesse de circulation de 1,2 % pour la bourse du Luxembourg, alors qu'elle est supérieure à 290 % à Taïwan.

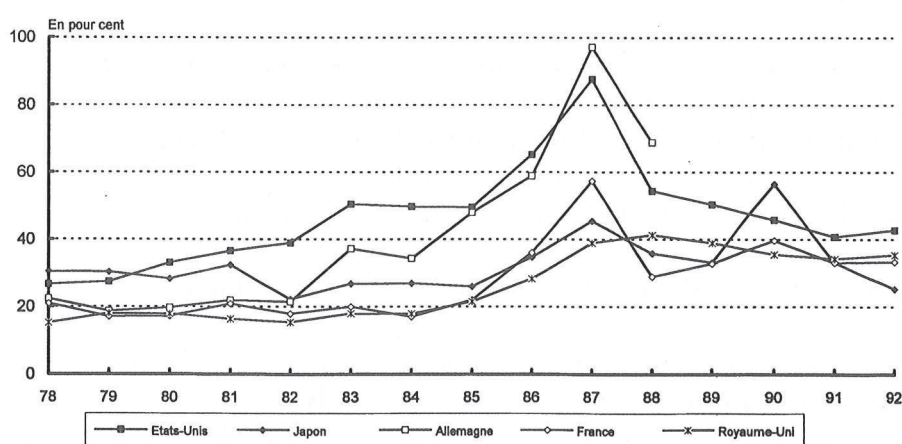
... mais les titres vedettes peuvent jouer un rôle déterminant.

Pour éviter les erreurs d'interprétation, la capitalisation boursière et le taux de rotation des titres doivent être analysés à la lumière de la distribution des transactions par titre coté. En effet, souvent les transactions se concentrent sur quelques titres les plus prisés. La bourse de Londres bat tous les records de concentration, puisque 5 % des entreprises cotées représentent 70 % environ de la capitalisation totale du London Stock Exchange. Le niveau de la concentration varie selon les pays mais se situe aux alentours du rapport 5 % des entreprises cotées, ce qui montre les limites des concepts de capitalisation boursière et de taux de rotation.

La disproportion entre les titres les plus actifs et l'ensemble de la bourse se retrouve aussi au niveau du taux de rotation. Selon les données rassemblées par la bourse d'Oslo, l'Allemagne se distingue par le fait que 80 % des transactions (donc de la rotation) portent sur 5 % des entreprises, avec un taux de rotation pour l'ensemble du marché de 101,2 % en 1991. Par conséquent, et contrairement à ce que pourrait laisser croire ce dernier chiffre, la majorité des titres allemands ne changent de propriétaire que tous les cinq ans, puisque leur vitesse de

circulation est de 20 %. Le cas du Japon est diamétralement différent : les titres les plus échangés n'expliquent que 40 % de la rotation totale. Cela peut signifier, d'une part, qu'il n'y a pas ou peu de titres vedettes sur la bourse de Tokyo, ou, d'autre part, que cette bourse est active dans la promotion de l'ensemble des titres et des sociétés cotées. Il apparaît que l'actionnariat sur la bourse de Tokyo est, dans son ensemble, nettement plus instable que celui de l'Allemagne.

TAUX DE ROTATION DES ACTIONS DOMESTIQUES



Sources : FIBV, calculs propres

Figure 5

2.5. Contribution au PNB des entreprises cotées

La contribution des entreprises cotées sur les grandes places financières à la totalité de la valeur ajoutée créée dans l'économie peut être estimée...

Les entreprises d'une économie peuvent être réparties en deux ensembles, celles qui sont cotées et celles qui ne le sont pas. Ceci permet de s'interroger sur la contribution de ces deux groupes d'entreprises au produit national. Triviale en apparence, la question de la valeur ajoutée des entreprises cotées ne semble pas avoir retenu l'intérêt des chercheurs, puisqu'elle a échappé aussi bien aux économistes qu'aux analystes financiers.

... mais l'exercice se heurte à de graves problèmes de méthode.

En dépit de l'absence d'estimations, la question garde sa pertinence mais soulève une multitude de problèmes méthodologiques. En particulier, le caractère souvent international des activités des grandes entreprises cotées en bourse signifie que la valeur ajoutée qu'elles produisent contribue aux produits nationaux de divers pays. La comparaison directe, par exemple, de la valeur ajoutée par les entreprises faisant partie de l'indice S&P 500 au PNB américain n'a donc qu'un sens limité. Il en va de même du rapport entre la valeur ajoutée par la Royal Dutch et le PNB hollandais, étant donné que l'essentiel des activités de la première a lieu en dehors des Pays-Bas. En d'autres termes, bien que la Royal Dutch soit la plus grande entreprise néerlandaise, sa contribution effective au PNB du pays est faible en regard de l'ensemble de ses activités, alors que l'entreprise représente à elle seule environ 70 % de la capitalisation et explique 60 % de la vitesse de circulation de la bourse d'Amsterdam. Pour juger la place des sociétés internationales et des multinationales, le cadre de référence doit donc être mondial. Mis à part le choix de la zone de référence, l'estimation de la contribution des entreprises cotées au PNB se heurte aux problèmes des données, car la plupart des classements d'entreprises ne comportent pas le volume global des salaires, pourtant nécessaire au calcul de la valeur ajoutée par l'entreprise.

Les mille plus grandes entreprises (industrielles) du monde génèrent environ 10 % du produit mondial brut.

L'estimation de l'apport en valeur ajoutée des 1 000 plus grandes entreprises industrielles cotées au produit mondial brut permet de contourner la question épineuse du choix de la référence géographique. Cette approximation capte l'essentiel de la capitalisation boursière mondiale. Selon cette estimation, les 1 000 plus grandes entreprises cotées ne créent qu'environ 10 % de la valeur ajoutée mondiale et un peu moins de 14 % de la valeur ajoutée des pays de l'OCDE.

En Espagne, les entreprises cotées contribuent pour 11,4 % au produit national brut.

L'ordre de grandeur obtenu est confirmé par un calcul plus précis, portant sur le cas de l'Espagne. En effet, la Commission nationale des bourses de valeurs de Madrid tient depuis 1991 une banque de données avec les comptes d'exploitation et les bilans de toutes les entreprises cotées ; les données utilisables recouvrent 95 % de la capitalisation totale des bourses espagnoles. Ainsi, à partir du résultat net d'exploitation des entreprises (bénéfices avant impôt et avant dividende) et des coûts salariaux, la valeur ajoutée des entreprises cotées a pu être calculée. Celle-ci ramenée au PNB représenterait 11,4 % du produit national brut de l'Espagne.

Ces résultats mettent en lumière la disproportion entre l'apport effectif des entreprises cotées à la création de richesse et l'importance accordée à l'information financière les concernant.

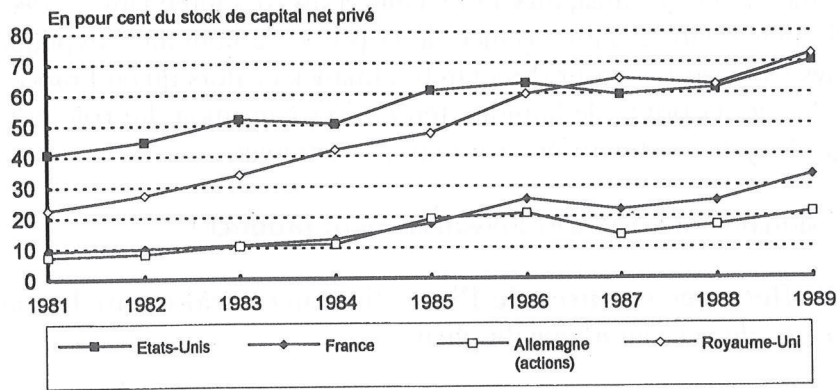
L'évaluation boursière des entreprises est sans rapport avec la valeur du capital physique qu'elles détiennent.

Malgré leur faible contribution au PNB, les entreprises cotées semblent, paradoxalement, capter une part importante et croissante du stock de capital physique (équipements et usines) de l'économie. En effet, si la capitalisation boursière exprime la valeur des entreprises -donc des actifs qu'elles détiennent- elle peut être comparée aux évaluations que fait la comptabilité nationale du stock de capital physique existant dans l'économie. Le rapport entre la capitalisation boursière et le stock de capital croît sans cesse depuis 1981. Pour les Etats-Unis et le Royaume-Uni, il atteint un niveau d'environ 70 %, alors qu'il est de 20 % et 30 % respectivement pour l'Allemagne et la France. Ceci veut dire que les entreprises cotées détiennent, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, pas loin des trois-quarts de l'ensemble du capital productif présent dans l'économie, alors qu'elles contribuent à environ 15 % de la valeur ajoutée produite.

En admettant qu'entre 20 % et 70 % du stock de capital produit moins de 15 % de la valeur ajoutée, les entreprises cotées sont particulièrement peu productives ; est-ce possible ?

Plusieurs facteurs peuvent être invoqués pour expliquer ce rapport, à première vue inquiétant, qui traduit ni plus ni moins qu'une très faible productivité des entreprises cotées :

CAPITALISATION BOURSIÈRE (ACTIONS ET OBLIGATIONS DOMESTIQUES)



Sources : FIBV et OCDE

Figure 6

Le problème de mesure. La capitalisation boursière d'une entreprise peut être supérieure à la valeur de son stock de capital physique (machines, bâtiment etc), puisque dans l'évaluation, la bourse fait entrer des actifs immatériels tels que la réputation et le "goodwill", les brevets et les marques détenues.

Les entreprises cotées sont plus intenses en capital que les autres. Il n'est pas exclu que les entreprises cotées proviennent principalement des secteurs où la production est intense en capital. Si tel était le cas, la capitalisation boursière des entreprises de services -à forte intensité en travail- devrait être relativement faible.

La "prime de liquidité". Le cours d'une action n'est pas uniquement fonction de la valeur intrinsèque de l'entreprise (qu'est-ce ?), mais également du fait que le titre peut, à tout moment, être converti en espèces. Bien que le niveau de la "prime de liquidité" ne soit pas nécessairement stable dans le temps, elle ne doit pas être vue comme un coût supplémentaire à la charge de l'acheteur, mais seulement une sorte de "dépôt" qu'il récupère au moment de la revente du titre. C'est uniquement au niveau macro-économique que cette "prime de liquidité" pose un problème.

Parmi ces trois facteurs, la prime de liquidité est particulièrement séduisante, puisqu'elle permet d'expliquer le décalage entre le stock de capital et la contribution au PNB des entreprises cotées par la nature du système financier. Ainsi, aux Etats-Unis et au Royaume Uni, ce décalage est le plus criant et l'importance de la prime de liquidité s'explique par un système centré autour des marchés financiers alors qu'en France et en Allemagne, la prime de liquidité tend à jouer un moindre rôle puisqu'il s'agit de systèmes financiers basés sur l'endettement.

2.6. Marchés financiers et investissement productif

Les différentes mesures de l'investissement trahissent la variété managériale et économique du phénomène...

Au sens large, l'investissement productif fait référence à toute dépense qui vise à augmenter les capacités productives futures de l'entreprise. L'augmentation du bilan est la trace comptable de certaines dépenses d'investissement, mais ne traduit pas, et de loin, la totalité économique et managériale du phénomène. Les décisions d'investissement sont micro-économiques par excellence, difficiles à agréger au niveau macro-économique. Pourtant, sans cette agrégation, il est impossible d'apprécier l'apport des marchés financiers à l'investissement productif.

... c'est ainsi que l'investissement immatériel leur échappe en grande partie.

A l'âge industriel, les capacités de production étaient synonymes de capital physique (machines-outils, mobilier et outillage, bâtiment industriel et commercial). A cette époque -du moins comme on la perçoit généralement aujourd'hui- le bilan de l'entreprise donnait une image agrégée de la valeur des équipements et des infrastructures en place. L'irruption de l'immatériel dans l'économie, à l'âge dit postindustriel, a donné un sens nouveau à la notion de "capacité productive" en l'étendant aux actifs intangibles, tels que la compétence ou le capital humain, les brevets, les marques, ou même les efforts de recherche et développement. Ceci met en évidence la différence entre la signification comptable et mesurable de l'investissement et sa réalité telle que vécue par les entreprises. Ainsi, l'immatériel n'a qu'un droit

de cité très partiel au bilan, alors que l'avenir de nombreuses entreprises dépend des montants qu'elles vont y consacrer. De plus, les dépenses de recherches et développement, tout comme les autres investissements immatériels, ne sont pas toujours reconnues à leur juste valeur par les marchés, qui y voient une source de coûts réduisant d'autant le bénéfice.

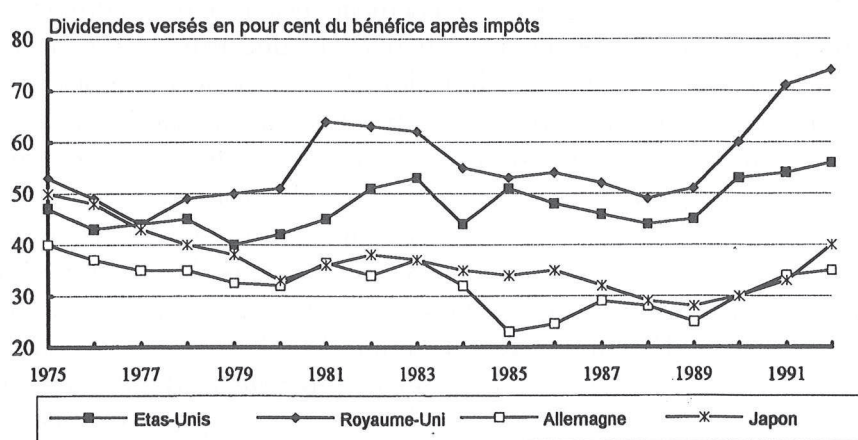
Il en découle une perte de pertinence des théories de la croissance.

Dans les années quatre-vingts, années du développement fulgurant des marchés financiers, le taux d'investissement mesuré par la comptabilité nationale s'est redressé dès le milieu de la décennie. Cette reprise s'explique avant tout par l'amélioration de la situation conjoncturelle, mais aussi par l'augmentation de la productivité du capital et par la baisse de son coût. Cependant, ces variations de l'investissement physique expliquent de moins en moins bien la croissance économique dans les pays de l'OCDE. Jusqu'au deuxième choc pétrolier, la corrélation entre l'investissement physique au sens de la comptabilité nationale et la croissance économique était forte et positive. Ainsi, pour la période de 1974/79, à une augmentation de 2,3 % des investissements matériels correspondait 2,7 % de croissance du PNB. A partir des années quatre-vingts, ce lien s'est relâché jusqu'au point où, dans les années 1987/89, un accroissement de 8,7 % de l'investissement matériel ne génère plus qu'une hausse du PNB de 3,8 %. L'une des explications possibles de ce décalage tient à la contribution toujours plus forte des dépenses de formation, de recherche et développement et à la croissance des investissements immatériels, des dépenses de formation, de recherche et de développement. Selon une étude de l'OCDE, l'investissement tel qu'il est défini dans les comptabilités nationales n'explique qu'un tiers de la croissance économique. Le résidu -façon de parler- doit être attribué soit à l'augmentation et une meilleure efficacité de l'emploi, soit aux changements technologiques. Les développements récents de la théorie économique de la croissance tentent de prendre en compte les investissements immatériels et l'ensemble des dépenses -des entreprises et des collectivités publiques- qui augmentent à terme les capacités productives de l'économie. Toutefois, les marchés financiers ont une incidence certaine sur le comportement des entreprises cotées en matière d'investissement.

Le comportement des entreprises se modifie sous la pression de...

Si l'on admet que les dividendes payés impliquent en partie la renonciation à l'investissement productif et à certaines dépenses en R&D, la pression des marchés financiers peut influencer les choix stratégiques des entreprises. Une étude, commanditée par le Ministère de l'industrie britannique, jette une lumière intéressante sur l'impact des marchés financiers sur l'investissement productif.

POLITIQUE DE DIVIDENDE



Sources : *The Economist*

Figure 7

Cette étude vise à déterminer la part du chiffre d'affaires que les dix plus grandes entreprises de Grande-Bretagne, de France, d'Allemagne, des États-Unis et du Japon ont consacrée à la R&D en 1991. Il s'agit donc d'examiner le choix explicite entre la pérennité de l'entreprise et ses résultats à court terme. Selon l'étude, les firmes anglaises et américaines favoriseraient le paiement de dividendes au détriment de la R&D, alors que les entreprises allemandes et japonaises ont le comportement opposé, le cas français étant intermédiaire.

... la myopie des marchés financiers

Sous la pression des marchés financiers, les entreprises distribuent

des dividendes, alors même que les bénéfices ne le justifient pas nécessairement. Ainsi, le rapport entre les dividendes payés et le bénéfice après impôts évolue pour les entreprises britanniques de façon acyclique : les dividendes ont augmenté durant les récessions du début des années quatre-vingts et celle du début de cette décennie, tandis qu'ils ont diminué durant la période de reprise du milieu des années quatre-vingts.

Jusqu'au milieu des années soixante-dix, dans tous les pays observés, les politiques de dividende se ressemblent : on distribue 40 à 55 % des bénéfices. A partir de cette période, les pays se singularisent progressivement : en 1992, les entreprises britanniques distribuent 74 % du bénéfice, les entreprises américaines 56 %, les japonaises seulement 40 % et les allemandes 35 %. La nature du système financier environnant pourrait expliquer ces différences. Entourées de marchés financiers réclamant leur part du bénéfice, les entreprises anglo-saxonnes se voient imposer la myopie, alors que les entreprises allemandes et japonaises peuvent se permettre -grâce à un système financier basé sur l'endettement- de consacrer davantage de ressources à la préparation du long terme.

2.7. Comment les entreprises se financent-elles ?

Quel que soit le système financier environnant, l'autofinancement vient en tête des sources de financement des entreprises...

L'investissement découle d'un calcul à long terme des entreprises, et, par conséquent, doit être financé par des fonds à échéance plutôt longue. Théoriquement, plusieurs possibilités s'offrent aux entreprises : l'autofinancement, qui dépend de leur capacité de générer un excédent de recettes (cash flow), les emprunts bancaires, souvent à échéance rapprochée, les emprunts obligataires, et finalement l'émission d'actions et d'autres titres de propriété.

Selon les données de l'OCDE sur l'origine des fonds des sociétés non financières, le financement des investissements par émission de titres représentait, en 1988/1989, 8,1 % de l'ensemble du financement des entreprises aux Etats-Unis, 12,5 % au Japon et en France et plus de

17 % au Royaume-Uni. L'autofinancement reste la plus grande source de financement dans les quatre pays observés et, paradoxalement, c'est aux Etats-Unis que la proportion d'autofinancement est la plus forte. Le recours aux crédits bancaires est moins prononcé aux Etats-Unis et en France qu'au Royaume-Uni et au Japon.

... la bourse ne fournissant que l'appoint.

D'autres études confirment la tendance indiquée plus haut, par exemple J. Corbett (Economie européenne, mars 1990) trouve qu'entre 1970 et 1985, le marché des actions n'a financé que 3 % des investissements physiques au Japon et 5,2 % en France. En Allemagne, la contribution nette du marché des actions au financement des investissements était proche de zéro (0,1 %) et même négative pour les Etats-Unis et la Grande Bretagne (resp. -1,5 % et -3,6 %). La part des emprunts obligataires a été particulièrement élevée aux Etats-Unis, environ 12 %, mais faible, voire négative dans les autres pays. Celle de l'autofinancement est, par conséquent, très grande et constitue la principale source de financement (60 à 100 %).

ORIGINES DES FONDS DANS LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

En pour cent	Etats-Unis 1989	Royaume-Uni 1989	Japon 1988	France 1988
Titre	8,1	17,4	12,5	12,5
Crédits bancaires	8,9	19,8	23,3	-1,2
Crédits commerciaux	5,9	18,3	16,1	11,8
Autofinancement	73,8	36,1	32,1	36,2
Autres	3,3	8,3	16,0	40,7
	100,0	100,0	100,0	100,0

Sources : OCDE, *Comptes des entreprises non financières*

Figure 8

De ces chiffres, trois conclusions peuvent être tirées :

1. Dans tous les pays, les bénéfices non distribués constituent la source principale de financement des entreprises.

2. Dans tous les pays, le prêt bancaire est la principale source de financement externe.
3. Les marchés des valeurs en général et le marché des actions en particulier jouent un rôle très limité dans le financement des entreprises.

Le marché primaire est celui où ont lieu les émissions de titres, alors que le marché secondaire est celui où s'effectuent les transactions sur les titres déjà en circulation. Ainsi, les montants traités sur le marché primaire correspondent au financement des entreprises (abstraction faite des commissions d'intermédiaires souvent fort importantes), par l'intermédiaire des marchés financiers, alors que les volumes traités sur le marché secondaire reflètent les redistributions de titres entre les différents portefeuilles. Afin d'éclairer le lien entre la bourse et le financement des entreprises, il est en effet crucial d'identifier dans l'ensemble des transactions boursières, celles qui acheminent des fonds aux entreprises et celles qui ne font que redistribuer les titres entre les portefeuilles, c'est-à-dire séparer les transactions sur le marché primaire du reste. L'examen de l'évolution des nouvelles émissions et de la valeur boursière des transactions en actions de quatre années (1988 à 1991), pour 14 pays, permet de formuler un certain nombre d'hypothèses quant au rôle changeant de la bourse dans le développement.

Le marché primaire s'efface progressivement devant le marché de l'occasion (marché secondaire)

L'importance des transactions susceptibles de financer les investissements des entreprises est donnée par le rapport entre le montant de nouvelles émissions d'actions et la valeur annuelle des transactions sur le marché. Les pays observés sont classés en trois groupes selon l'importance relative du marché primaire. Le premier est composé des pays où la part du marché primaire est inférieure à 5 % du total des transactions ; dans le deuxième groupe figurent les pays dont la part du marché primaire se situe entre 8 % et 23 %. Dans le troisième groupe sont regroupés, par défaut, les pays aux taux atypiques.

Le premier groupe est constitué par les "locomotives" de l'économie mondiale, le noyau dur du G7 : Allemagne, Etats-Unis, France, Japon, Royaume Uni. La part des nouvelles émissions est extrêmement faible, le

marché primaire ne représentant que 2,9 % des transactions boursières de ces pays.

Le deuxième groupe comporte essentiellement des pays européens. Ce sont l'Espagne, la Finlande, l'Italie, la Norvège, la Suède, le seul pays non européen étant le Mexique. Ces six pays ont en commun une importance relativement forte des nouvelles émissions puisque celles-ci s'élèvent en moyenne annuelle à 12,6 %. En d'autres termes, le marché secondaire représente 87 % des transactions boursières dans ces pays contre 97 % dans les pays du premier groupe.

Le troisième groupe des pays de l'échantillon est composé de l'Argentine, de la Belgique et des Pays-Bas. Bien que l'importance des nouvelles émissions, en moyenne 14,8 %, soit comparable au deuxième groupe, ce troisième groupe montre des tendances extrêmement fluctuantes et disparates (écart-type élevé entre les observations). L'Argentine a été victime d'une inflation extrêmement forte durant les années quatre-vingts, et son système financier a subi de profondes transformations. La Belgique est un petit marché, secoué durant les années quatre-vingts par les difficultés de la Société Générale. La bourse des Pays-Bas, finalement, est totalement dominée par les titres de Royal Dutch qui constituent plus de 70 % de la capitalisation totale.

Le financement direct des entreprises apparaît comme une fonction secondaire, voire marginale des bourses modernes.

Selon ces résultats, la part des nouvelles émissions dans le volume des transactions en bourse se situe en moyenne, pour la période 1988-1991, entre 1,7 % et 4,8 % dans les pays économiquement les plus développés. Elle reste pour tous les autres en deçà de 20 %. Le cas de l'Espagne est spécial puisque 23 % des transactions, en moyenne, portait sur les nouvelles émissions. Il semble que les fonctions de la bourse évoluent dans le temps, à la fois en rapport avec l'état de développement de l'économie concernée et avec les besoins des investisseurs financiers. Les premières étapes sont caractérisées par la forte part des nouvelles émissions, qui baisse au fur et à mesure que la bourse "mûrit". L'écart qui sépare la bourse espagnole de la bourse américaine illustre cette hypothèse.

**PART EN % DES ÉMISSIONS BRUTES DANS L'ENSEMBLE
DES TRANSACTIONS BOURSIÈRES, 1988 À 1991**

	Moyenne	Ecart-type
Groupe 1		
Japon	1,72	1,14
Etats-Unis	1,93	1,06
Allemagne	2,08	1,19
France	3,73	0,96
Royaume-Uni	4,78	0,78
Ensemble des pays	2,85	1,03
Groupe 2		
Norvège	8,36	3,97
Suède	8,68	2,92
Mexique	10,06	6,67
Finlande	10,52	1,61
Italie	14,55	4,97
Espagne	23,36	8,99
Ensemble des pays	12,59	4,86
Groupe 3		
Argentine	9,12	9,88
Belgique	17,02	12,71
Pays-Bas	18,11	17,86
Ensemble des pays	14,75	13,48

Sources : FIBV

Figure 9

2.8. La bourse : gestion du patrimoine ou allocation des ressources ?

Cette série d'éclairages ouvre la voie à deux conclusions préliminaires :

1. Les entreprises cotées en bourse créent moins de 15 % du PNB ce qui explique que...

Les estimations de la contribution des entreprises cotées au produit national des différents pays ou régions, convergent et indiquent qu'elles

ne fournissent pas plus de 15 % du PNB. Ainsi, du point de vue des entreprises, la bourse ne concerne que quelques “happy few”. En contrepartie de l'accès au financement avantageux qu'elle leur assure, la bourse exerce sur les entreprises une pression qui, par le biais de la politique du dividende, les incite à privilégier le court terme au détriment des investissements (notamment immatériels) à long terme.

... dans les pays les plus développés, la bourse a une place marginale en tant que source de financement des entreprises.

Les analyses présentées ici montrent que la bourse, et les marchés financiers en général, jouent actuellement un rôle secondaire dans le financement des entreprises dans les pays les plus développés de la planète. Par contre, dans les pays au système financier moins développé, la bourse est une source plus importante du financement direct des entreprises. Par conséquent, il ne saurait y avoir de réponse globale et unique à la question “Marchés financiers - une vocation trahie ?”, car le contexte économique et institutionnel doit être explicitement pris en compte de cas en cas.

2. L'envolée des cours de bourse dans les pays les plus développés...

L'envolée des cours en bourse et celle de la capitalisation qui en a résulté, s'explique essentiellement par deux événements complémentaires mais purement financiers : une croissance de la demande d'actifs financiers, causée notamment par l'institutionnalisation de l'épargne, et un changement essentiel et général dans la façon d'apprécier la valeur d'une action : l'évaluation dite fondamentale, se référant directement à l'entreprise concernée, a cédé la place à l'analyse préconisée par la théorie moderne du portefeuille, basée sur les variations de cours passés. Ainsi, les ordres d'achat et de vente sont davantage induits par les variations des cours que par leurs niveaux absolus. Ce double changement, survenu durant les dix à quinze dernières années, explique l'envolée de la performance des actions par rapport aux taux de croissance du PNB. Cela pose la question de savoir s'il s'agit d'un changement durable dans les rapports entre la sphère réelle et financière des économies développées ou, seulement, d'un écart qui devrait être corrigé sous peu.

... a été partiellement financée par un important détournement des moyens financiers de l'investissement productif.

La bourse, et les marchés financiers en général, jouent actuellement un rôle de premier plan dans la répartition des flux de financement dans l'économie. En effet, les variations de la capitalisation boursière influencent à la fois les besoins et les capacités de financement. Ainsi, toute variation importante est à l'origine d'un détournement de moyens de financement qui se fait, du moins en partie, au détriment de l'investissement productif. Si on en croit les indications présentées ici, il s'agit d'une pression qui n'a rien de marginal à l'échelle macro-économique et qui s'est accentuée ces dernières années.

Le paradoxe : l'effet direct des bourses sur les entreprises est marginal, alors qu'elles ont un impact indirect très important sur l'activité productive.

Les deux conclusions majeures rappelées plus haut aboutissent au paradoxe suivant : du point de vue des entreprises, la bourse est marginale, alors qu'elle a une incidence non négligeable sur la distribution des flux de financement dans l'économie. La solution du paradoxe exige que l'on abandonne l'idée, largement répandue, selon laquelle la finance est un monde fermé sur lui-même où naissent et se résorbent des "bulles". Selon notre analyse, les bourses modifient fondamentalement la répartition des moyens financiers dans l'économie et, de cette façon, affectent l'investissement productif. Selon toute vraisemblance, leur effet sera différent de cas en cas.

PARTIE III

MARCHES FINANCIERS DANS LE DEVELOPPEMENT ET DANS LA TRANSITION

3.1. Introduction

Le paradoxe mis en exergue dans la deuxième brochure résume les conclusions intermédiaires : du point de vue des entreprises, la bourse est marginale, alors qu'elle a une incidence non négligeable sur la distribution des flux de financement dans l'économie. La bourse exerce une influence certaine sur le système financier et, partant, sur la structure économique du pays ; il reste à savoir comment cette incidence se manifeste et comment l'évaluer. Est-elle positive ou, au contraire, potentiellement pernicieuse ?

L'interrogation qui précède prend une importance supplémentaire quand l'analyse quitte l'horizon des pays industrialisés, membres de l'OCDE (Organisation de Coopération et de Développement Economiques), et se tourne vers le rôle des bourses dans les pays en voie de développement ou en transition vers l'économie de marché. Autant, dans les pays de l'OCDE, la bourse fait depuis des décennies partie du paysage financier, autant, en dehors de cette zone, sa création relève soit d'une décision relativement récente, soit elle est encore à l'état de projet. Cette situation offre aux gouvernements des pays concernés une grande latitude dans la définition des règles de fonctionnement des nouvelles bourses. La question de savoir si et dans quelle mesure la bourse est susceptible de contribuer au développement économique et à la transition vers l'économie de marché prend dans ce contexte une dimension pratique évidente. Afin d'éviter, à l'avenir, des déconvenues et des déceptions, c'est durant la période de mise en place de la bourse qu'il importe d'identifier les risques liés à leur existence et de se donner les moyens de les limiter.

Aussi légitimes que soient ces questions, elles ne sauraient recevoir de réponses que fragmentaires et partielles. L'objectif des analyses présentées dans cette partie est d'apporter des éclairages et des éléments

de réflexion que suggèrent les expériences des pays de l'OCDE et des pays en voie de développement où les bourses existent depuis un certain temps déjà. En effet, deux raisons empêchent d'aller au-delà, de transposer directement aux pays en voie de développement l'expérience acquise par les pays de l'OCDE dans ce domaine. Tout d'abord, le développement en tant qu'objectif de politique économique n'est pas nécessairement assimilable à la préférence pour la stabilité de la croissance qui prévaut dans les pays riches. De plus, il est universellement reconnu -à tort ou à raison- que les pays en voie de développement profitent de tout apport de fonds externes, alors que ceci n'est pas un souci dominant dans les pays de l'OCDE. Par conséquent, l'évaluation de la contribution de la bourse au développement doit aussi tenir compte de cet élément, qui n'est pas prépondérant dans les pays développés.

Afin d'éviter la dispersion, nous n'aborderons pas la question, par ailleurs fondamentale, de l'(in)adéquation des systèmes financiers locaux aux besoins du développement, et des implications que cette situation peut avoir sur la politique monétaire. Par conséquent, le rapport entre les marchés financiers et le développement s'analyse dans trois perspectives distinctes :

1. L'une des vocations premières de toute bourse est le financement des entreprises. Le financement obtenu grâce à la bourse permet de créer de la valeur ajoutée supplémentaire, ce qui représente une contribution indirecte de la bourse au développement. Toutefois, ceci n'est vrai que si, en même temps, la bourse n'induit pas d'effets pervers qui limitent, compensent, voire même dépassent le premier impact positif.

2. Certaines bourses émergentes sont ouvertes -selon des modalités plus ou moins libérales- aux investissements financiers en provenance de l'extérieur, qui modifient, par ricochet, le comportement des marchés qui en bénéficient et affectent indirectement le développement. En même temps, la possibilité pour les investisseurs internationaux de se positionner sur les bourses des pays en voie de développement constitue une opportunité nouvelle. Par conséquent, pour apprécier ce type de relations financières, les deux dimensions doivent être considérées : la modification induite du comportement du marché local et la question de

savoir si une telle ouverture instaure un flux de fonds continu, ou si, au contraire, elle ne suscite que des apports intermittents et révocables à tout instant pour des raisons qui n'ont rien à voir avec les conditions économiques locales.

3. Par le biais des entreprises multinationales, les pays en voie de développement bénéficient des capacités de financement des bourses internationales. En effet, les entreprises multinationales recourent fréquemment à ces marchés pour s'approvisionner aussi bien en fonds propres qu'en capitaux externes. Comme elles sont, en même temps, les vecteurs principaux de l'investissement direct vers les pays en voie de développement, les multinationales établissent une relation entre les marchés financiers et le développement qui mérite l'attention.

La complexité de la relation entre la bourse et le développement ne permet pas d'aboutir rapidement à une conclusion générale. Bien que tentante, toute réponse générale du type "la bourse est au service du développement" ou au contraire "le développement est au service de la bourse" ne peut être défendue en l'état du savoir, notamment à cause de la grande variété des situations nationales. Les observations qui illustrent les présents propos portent sur un laps de temps relativement court et concernent 19 pays en développement, qui tous ont des bourses, mais qui diffèrent en termes de revenu par habitant, de dynamisme économique, de taille et d'appartenance culturelle et géographique.

Le cas des bourses dans les pays dits "en transition" doit être dissocié des bourses émergentes, non seulement parce qu'il s'agit de créations extrêmement récentes (2 à 3 ans), mais aussi parce que, dans ces pays, la bourse a un rôle spécifique à jouer dans le contexte de la transition et de la privatisation qui l'accompagne. Pour cette raison, l'expérience de la bourse de Varsovie est présentée ici comme source d'enseignements.

3.2. Les marchés financiers émergents

Les bourses dites "émergentes" sont aujourd'hui au nombre de 24.

Durant les années 1970 et 1980, les systèmes financiers des pays de l'OCDE ont évolué en accordant une place toujours accrue aux marchés

financiers, alors que la part du crédit bancaire dans le financement des activités économiques diminuait. En d'autres termes, les systèmes financiers des pays de l'OCDE reposent moins sur l'endettement mais davantage sur les marchés financiers. Cette tendance générale a aussi touché certains pays en voie de développement (PVD) ou été reprise à leur compte. Selon les données de l'*International Finance Corporation* (IFC), les bourses dites "émergentes" sont aujourd'hui au nombre de 24. Si dans les pays de l'OCDE l'évolution vers un système financier laissant une place toujours plus grande aux marchés financiers a été avant tout spontanée, il en va autrement dans certains PVD où les bourses sont créées ou projetées pour tenter de pallier les défaillances du secteur bancaire.

Les gouvernements des PVD ont tendance à apprécier l'utilité de toute institution dans la perspective de sa contribution au développement, qui est leur préoccupation essentielle. De plus, dans ces pays, l'implication du gouvernement dans la réglementation du système financier est plus immédiate que dans les pays de l'OCDE et les avis des institutions financières internationales (FMI, Banque Mondiale, dont International Finance Corporation fait partie) ont tendance à prendre un poids particulier. Si le niveau du revenu national dans les pays développés leur permet de s'accommoder d'éléments superfétatoires, voire contre-productifs, dans leur système financier, les PVD ne peuvent tolérer aucun gaspillage de ressources ; il en va de même aujourd'hui des pays post-communistes en transition. Par conséquent, analyser la bourse dans les pays du Sud c'est s'interroger sur son apport en tant qu'instrument du développement.

Pour les uns, tout nouveau marché financier améliore l'allocation des actifs et contribue au développement économique, pour les autres, il est préférable d'augmenter l'efficacité du système bancaire.

L'unité de doctrine fait cruellement défaut en la matière car les avis reposent plus sur les a priori idéologiques que sur une analyse attentive des faits. Deux écoles de pensée s'affrontent. Résumée à l'extrême, la doctrine libérale et monétariste prétend que la bourse, comme tout nouveau marché, améliore l'allocation des actifs financiers, donc l'efficacité de l'ensemble de l'économie. La doctrine interventionniste

exprime la conviction opposée : sans une présence importante de l'État dans l'économie et les finances, il ne saurait y avoir de développement. Chacune de ces deux thèses a des partisans au niveau international. D'un côté l'*International Finance Corporation*, par exemple, qui affirmait dans son rapport "*Emerging Stock Markets Factbook*" de 1991 : "*Les années quatre-vingt-dix verront les marchés boursiers jouer un rôle de plus en plus important en tant qu'outil de développement économique*". De l'autre, la *Conférence des Nations Unies pour le Commerce et le Développement (CNUCED)*, qui suggérait qu'"... il est peut-être préférable d'augmenter l'efficacité du système bancaire... plutôt que de tenter d'instaurer un système de type anglo-saxon".

La polémique prévaut, parce qu'aucune analyse factuelle n'est suffisamment convaincante pour trancher définitivement le débat. De plus, il se pourrait que la question soit trop générale et que, sous certaines conditions, la bourse puisse plus facilement contribuer à la croissance et au développement que dans d'autres. Toutefois, la question générale du rapport entre la bourse et le développement ne saurait être esquivée, même si l'analyse porte sur un groupe de pays fort dissemblables mais appartenant au groupe appelé "emerging" selon la terminologie de l'*International Finance Corporation*. Par ailleurs, certaines de ces bourses sont membres de la Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (FIBV), qui publie également des données boursières et facilite ainsi les comparaisons avec les places financières de l'OCDE. C'est pourquoi les indications chiffrées présentées ici portent sur les pays où la bourse fonctionne déjà depuis un certain temps et qui, de plus, disposent de données comparables.

Les bourses des pays en transition ne peuvent pas être qualifiées d'"émergentes", tant leur importance est encore marginale.

Les pays post-communistes en transition ne font pas partie de cet échantillon, et ceci pour deux raisons. D'une part, les bourses de ces pays ne peuvent encore être qualifiées d'émergentes, tant leur importance est marginale. D'autre part, la problématique de la transition diffère assez profondément de celle du développement. Afin d'éviter l'amalgame, une analyse succincte de la bourse de Varsovie présentée séparément à la fin de cette partie permet de tirer quelques enseignements quant à la

manière dont la bourse pourrait être utile à la transition.

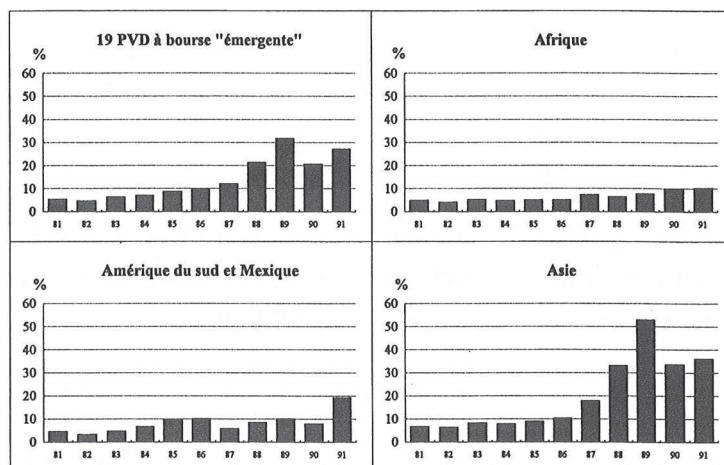
La contribution de la bourse au développement sera abordée selon trois aspects bien différents : sa dynamique et son importance macro-économique depuis le début des années 1980, sa contribution au financement des entreprises, et finalement ses éventuels effets pervers.

La bourse semble occuper une place plus discrète dans les PVD que dans les pays industrialisés et pourtant la divergence entre la dynamique du PIB et celle de l'indice boursier est aussi frappante.

Dans les pays en voie de développement, on retrouve également des différences marquées de l'importance de la capitalisation boursière par rapport à la taille de l'économie nationale, mesurée généralement par le PIB (valeur ajoutée) du pays. La quote-part de la capitalisation au PIB prend des valeurs relativement basses dans ces pays, à l'exception de la Malaisie, de Taïwan et... de la Jordanie. Pour la plupart des pays, la capitalisation ne représentait pas plus que 10 % du PIB. A titre de comparaison, en France et en Allemagne, la valeur des actions cotées représentait, en moyenne, dans les années quatre-vingts, un peu moins de 20 % du PIB. Par contre, pour la même période de référence, 1981 à 1991, ce taux était de plus de 50 % aux Etats-Unis, 70 % environ aussi bien au Royaume-Uni qu'en Suisse et, pour les années 1990 à 1991, près de 90 % au Japon. Ceci laisse à penser que, sur le plan strictement macro-économique, la bourse occupe une place nettement plus discrète dans les PVD que dans les pays de l'OCDE, d'autant plus que les montants absolus en jeu ne sont pas très élevés à l'échelle planétaire, compte tenu du niveau de développement relativement bas de ces pays. Pourtant, dans ces mêmes pays, la divergence entre la dynamique du PIB et celle de l'indice boursier est frappante.

Les comportements respectifs des taux de croissance cumulés du PIB des Etats-Unis et de l'indice Standard & Poors 500 ont déjà été présentés dans la section 2.3. La performance cumulée de l'indice Standard & Poors 500 correspondait en 1991 (début du calcul 1961) à 171 % de celle du PIB. Si la période d'observation porte de 1981 à 1991, le résultat est de 214 %, si elle s'étend uniquement de 1985 à 1991, l'indice S&P 500 s'inscrit à "seulement" 135 % de la croissance cumulée du PIB.

CAPITALISATION BOURSIÈRE, EN % DU PIB PAR RÉGION



Sources : International Finance Corporation, Emerging Stock Markets, Factbook, 1991/92

Figure 10

CROISSANCE ÉCONOMIQUE ET BOURSIÈRE moyenne 1981-1991

	Capitalisation en % du PIB	Croissances cumulées : indice boursier PIB
Jordanie	52,4	0,4
Côte d'Ivoire	4,6	0,7
Malaisie	75,0	0,7
Maroc	2,6	0,7
Colombie	3,4	0,9
Corée	24,8	1,1
Indonésie	1,5	1,5
Nigéria	3,4	1,7 (a)
Zimbabwe	13,7 (b)	1,7
Pakistan	6,2	2,0
Thaïlande	14,4	2,2
Argentine	3,5	2,7 (c)
Inde	7,4	2,7
Taïwan	52,0	3,3
Philippines	9,9	3,9
Brésil	9,3	4,4 (c)
Chili	30,4	6,3
Vénézuela	7,9	10,0
Mexique	8,1	10,5

Sources : Eco'Diagnostic, calculé d'après IFC et FMI

(a) dès 1984, (b) dès 1982, (c) calculés d'après les données exprimées en dollars

Figure 11

Parmi les 19 PVD examinés, la moitié d'entre eux présentent un écart entre la performance cumulée de la bourse et celle du PIB plus forte que les Etats-Unis.

Parmi les 19 pays "émergents" observés ici, la moitié présentent un écart entre la performance cumulée de la bourse locale et celle du PIB plus faible qu'aux Etats-Unis. Dans les autres pays, les écarts sont plus importants pour culminer à 1 000 % ou plus au Mexique et au Venezuela, suivi de plus de 600 % au Chili et de 440 % au Brésil. Il est frappant de constater que, généralement, l'écart est moins important dans les pays asiatiques qu'en Amérique latine. On constate donc que, durant la seconde moitié des années 1980, les performances boursières dans certains PVD ont décollé par rapport au PIB.

**NOMBRE D'ENTREPRISES COTÉES,
INDICE BOURSIER ET CAPITALISATION BOURSIÈRE 1981-1991**

	Nbre d'entreprises cotées en 1981	Croissance annuelle moyenne, en %	Corrélation entre capitalisation boursière et...	
			entreprises	indice boursier
Argentine	263	-4,7	0,13(a)	0,76 (a)
Brésil	477	1,9	-0,18 (a)	0,94 (a)
Chili	242	-0,7	0,44	0,50
Colombie	193 (c)	-7,7	0,49	0,97
Corée	343	7,6	0,59	0,95
Côte d'Ivoire	23	0,1	0,41	0,48
Inde	1031	9,7	0,05	0,85
Indonésie	8	40,7	0,75	0,26
Jordanie	72	3,7	-0,11	0,57
Malaisie	187	5,6	0,19	0,91
Maroc	75	-1,1	-0,43	0,25
Mexique	229	-0,3	0,16	0,87
Nigéria	93	4,5	0,11	0,02 (b)
Pakistan	311	5,8	0,40	0,99
Philippines	190	-1,0	0,08	0,82
Taiïwan	107	7,6	0,35	0,96
Thaïlande	80	13,7	0,40	0,95
Vénézuela	98 (c)	-5,8	0,48	0,97
Zimbabwe	62	-0,3	0,37	0,96

Sources : Eco-Diagnostic, calculé d'après IFC, FIBV et FMI

(a) Corrélations calculées d'après les données exprimées en dollars, (b) dès 1984, (c) dès 1982

Figure 12

Les bourses de nombreux pays en voie de développement, dans le sillage de celles des pays riches, ont été particulièrement actives à la fin des années quatre-vingts, peut-être grâce à la résolution des graves problèmes monétaires et financiers qu'ont connu un certain nombre de pays, notamment d'Amérique latine. A côté de ce facteur, la section 2.3 a esquissé un certain nombre d'explications possibles du divorce entre la croissance cumulée du PIB et des indices boursiers : forte croissance du secteur financier, prime de liquidité, croissance de l'épargne institutionnelle. Ces explications valent probablement aussi pour les bourses émergentes, bien que dans une moindre mesure pour ce qui est de l'épargne institutionnelle.

Les différences entre les hausses des indices sur certaines places boursières émergentes ont été impressionnantes, allant de 100 % en moyenne annuelle au Mexique et au Venezuela, à 5 à 6 % seulement en Jordanie, au Maroc, au Nigéria et au Pakistan. L'indice boursier a emmené dans son sillage la capitalisation boursière. Ainsi, la corrélation entre le comportement de l'indice et celui de la capitalisation est extrêmement forte (entre 0,7 et 1) pour tous les pays sauf l'Indonésie, le Maroc, le Nigéria, la Côte d'Ivoire et le Chili.

A l'exception de l'Indonésie, il s'agit de pays où la croissance de l'indice a été très forte ou forte durant la période considérée. L'inflation ne peut être tenue pour responsable de l'évolution des prix des actifs financiers, comme en témoigne le niveau extrêmement bas des corrélations entre l'évolution de l'indice et l'inflation : dans tous les pays, la corrélation est insignifiante.

L'approche macro-économique ne permet pas de saisir l'effet de la bourse sur la croissance, c'est-à-dire sur la valeur ajoutée dans l'économie. Pour répondre à cette question de façon définitive, il conviendrait d'analyser la contribution à la valeur ajoutée nationale des entreprises cotées en bourse. S'il était, par exemple, possible de constater que la valeur ajoutée des entreprises cotées augmente plus vite que le PIB, on pourrait en déduire qu'il s'agit-là d'un apport, même indirect, de la bourse. Cependant l'état des informations ne permet pas de faire une telle analyse, pas plus dans les PVD que dans les pays de l'OCDE. Restent les approches indirectes, mais elles font figure de pis-aller.

Les entrées en bourse dans les PVD n'ont pas été particulièrement nombreuses. Dans certains pays, on a même assisté à des retraits nets de la bourse.

Les entrées en bourse dans les pays en voie de développement n'ont pas été particulièrement nombreuses, à l'exception de l'Indonésie, où l'accroissement des entreprises a été de 40 % en moyenne annuelle en partant d'un niveau relativement faible. L'accroissement était inférieur à 10 % dans tous les autres pays retenus, sauf en Thaïlande (14 %) et en Inde (10 %). Sur huit places boursières on a même assisté à une diminution du nombre d'entreprises cotées sans qu'il soit possible d'en déterminer précisément les raisons.

En Indonésie, le développement de la capitalisation boursière est dû, avant tout, à l'entrée en bourse de nouvelles entreprises plutôt qu'à l'envolée des cours des titres.

Le cas de l'Indonésie mérite attention. Il s'agit-là d'une véritable explosion du nombre d'entreprises cotées, accompagnée d'une croissance annuelle moyenne de la capitalisation boursière de plus de 150 %. Il n'est donc pas étonnant de constater que la corrélation entre l'accroissement du nombre d'entreprises et l'évolution de la capitalisation boursière (0,75), est plus élevée qu'entre cette dernière et la hausse de l'indice (0,26). Cette observation permet de penser qu'en Indonésie l'effet horizontal de la bourse (entrée de nouvelles entreprises) a été plus fort que son effet vertical (hausse de l'indice). En Indonésie, plus que nulle part ailleurs, les entreprises nouvellement cotées ont profité des avantages offerts par un financement en bourse. En effet, le nombre d'entreprises cotées a passé de 24 en 1988 à 141 en 1991 ! Au Chili et en Côte d'Ivoire, il semblerait par contre que l'effet horizontal ait été d'une intensité comparable à l'effet vertical, si l'on en croit les niveaux des corrélations.

Parmi les indicateurs indirects de l'effet que la bourse pourrait avoir sur le développement, le volume des nouvelles émissions d'actions semble le moins discutable. En effet, grâce à la bourse, les entreprises -les grandes entreprises locales et (peut-être) les filiales locales des multinationales- peuvent s'approvisionner en fonds propres, ce qui devrait entraîner le

raffermissement de la structure de leur bilan par la diminution du rapport entre les capitaux externes et les fonds propres (debt to equity ratio). Pour ces entreprises, l'amélioration de la structure de financement conduit à la diminution du coût du capital et/ou à l'augmentation des capacités de production, respectivement de la valeur ajoutée.

L'analyse du rapport entre le marché primaire (nouvelles émissions d'actions) et le marché secondaire (volume total des transactions en bourse) a montré précédemment que dans les pays les plus développés, là où les marchés sont les plus grands, la part des nouvelles émissions se situe en moyenne aux environs de 3 %. Elle va jusqu'à environ 12 % dans les pays industrialisés de moindre poids économique.

Le volume des nouvelles émissions sur les bourses des PVD est très instable.

L'analyse superficielle des bourses émergentes pour lesquelles des données sont disponibles permet de formuler quelques observations. Le volume des nouvelles émissions est très instable sur les bourses des PVD et leur volume par rapport à celui des transactions n'est pas particulièrement élevé, comparé aux pays de l'OCDE. En termes de PIB par pays, les nouveaux financements restent aussi modestes, ce qui tend à montrer que le rôle de la bourse en tant que source de financement pour les entreprises doit être globalement marginal.

Plus de trois quarts des nouvelles émissions sont le fait d'entreprises déjà cotées. La bourse ne profite donc qu'à un nombre très limité d'entreprises.

La ventilation des nouvelles émissions entre les entreprises qui entrent en bourse et les augmentations de capital des entreprises déjà cotées met en évidence le fait que les avantages de ce mode de financement profitent en premier lieu aux entreprises déjà cotées. Ainsi, 75 % et plus des nouvelles émissions sont le fait des entreprises déjà cotées. Cette situation montre clairement que, même si la bourse permet aux entreprises d'augmenter leurs fonds propres à des conditions intéressantes, cette opportunité ne concerne qu'un groupe très limité d'entre elles. Pour cette raison, et sous réserve d'une étude plus approfondie de la valeur ajoutée

IMPORTANCE DU MARCHÉ PRIMAIRE

	1984-1991 (a)				1989-1991	
	Marché primaire en % du marché secondaire		Marché primaire en % du PIB		Nouvelles entrées en % du marché primaire	
	Moyen	Rang	Moyen	Rang	Moyen	Rang
Argentine	8,4	3	0,1	7	0,0	7
Brésil	3,8	6	0,1	6	2,2	6
Corée	4,3	5	1,8	3	18,2	5
Malaisie	24,5	1	2,9	2	22,7	2
Mexique	7,1	4	0,5	5	21,2	3
Taiwan	0,5	7	1,8	4	26,3	1
Thaïlande	22,0	2	4,2	1	19,7	4

*Sources : Eco'Diagnostic, calculé d'après FIBV (statistiques annuelles)
(a) Mexique depuis 1985, Thaïlande depuis 1987, Taiwan depuis 1988*

Figure 13

par les entreprises cotées, il semblerait que l'apport direct de la bourse à la croissance ne doit pas être surestimé.

3.3. Bourses locales et développement : un apport controversé

L'achat de titres peut être financé par des encaisses oisives, par des prélèvements sur l'épargne bancaire, ou par des liquidités venant de l'étranger.

L'apparition de la bourse d'abord, son développement ensuite, sa croissance enfin, modifient la structure du système financier d'une économie. En plus d'un effet direct sur le développement, la présence de la bourse a aussi un effet indirect qui peut s'avérer déterminant, même s'il ne peut être mesuré. La question doit être abordée sous deux aspects différents : d'une part, il s'agit de savoir comment sont financées les transactions en titres et, d'autre part, quel est l'effet sur les autres canaux de financement de l'activité économique du financement de certaines entreprises par la bourse. L'achat de titres peut être financé soit par des encaisses restées jusque-là oisives, soit par des prélèvements sur l'épargne bancaire, soit, finalement, par des liquidités venant de l'étranger, dont certaines "reviennent" au pays.

Sur les trois façons de financer l'acquisition de titres en bourse, deux sont de nature à avoir un effet positif sur la croissance et le développement (encaisses oisives, capitaux étrangers), alors que l'effet de l'impact d'un prélèvement sur l'épargne bancaire ne peut être déterminé avec précision.

Les achats de titres financés par des capitaux thésaurisés ont un effet bénéfique sur la croissance et le développement.

Dans les PVD, le rôle de la monnaie dans la vie quotidienne des populations diffère de celui qu'elle joue dans les pays plus riches. En général, il semblerait -bien que les études à ce sujet soient très limitées- qu'une part importante des espèces circule totalement en dehors du système bancaire. Une partie de ces espèces sont détenues par la population à des fins de transaction et de précaution, alors qu'une autre partie est simplement thésaurisée. En termes macro-économiques, il s'agit de liquidités qui sont temporairement retirées de la circulation et, partant, constituent une épargne financièrement oisive. Mis à part l'état de développement du système financier, d'autres facteurs expliquent cette situation, notamment l'importance des activités économiques monétisées qui ont lieu en marge de la légalité. Là où le secteur informel est important, une part considérable des flux financiers circule à l'extérieur du système bancaire. L'apparition de la bourse, à condition que la réglementation assure une grande discrétion, peut inciter les capitaux temporairement oisifs à entrer dans le système financier. Si les achats de titres en bourse sont financés par des capitaux thésaurisés, la création de la bourse augmentera les capacités de financement de l'économie, ce qui, à terme, devrait avoir un effet bénéfique sur la croissance et le développement.

Avec la libéralisation des relations économiques et financières internationales, les places financières des PVD, traditionnellement restrictives, se sont ouvertes aux capitaux étrangers. Aujourd'hui, ces marchés sont accessibles -sous une forme ou une autre- aux investisseurs étrangers. Aussi longtemps que les capitaux étrangers sont utilisés pour souscrire de nouvelles émissions d'actions sur les bourses locales, ils servent à augmenter les possibilités de financement de l'économie.

Le comportement des détenteurs de capitaux provenant de l'étranger n'est pas le même selon qu'il s'agit de capitaux d'origine étrangère ou de capitaux nationaux en fuite.

Dans certains PVD, la fuite des capitaux expose l'économie nationale à une véritable saignée financière. La bourse peut offrir aux capitaux locaux des possibilités d'investissement intéressantes et les retenir de cette façon à l'intérieur du pays. Dans ce cas, le marché boursier a un effet bénéfique important, si ce n'est directement sur la croissance et le développement, du moins sur la stabilité macro-économique du pays. Il en va autrement si, comme cela semble avoir été le cas pour certains pays d'Amérique latine, les capitaux en fuite reviennent dans le pays par le biais de la bourse. En effet, en termes économiques, il s'agit là d'investissement de portefeuille dont l'impact possible sur le développement est analysé plus loin.

Les achats de titres en bourse se font, du moins en partie aussi, par l'utilisation de fonds qui ont été antérieurement confiés au système bancaire. Dans ce cas, l'achat de titres par un épargnant a pour effet la réduction des dépôts, ce qui oblige la banque à diminuer les crédits qu'elle octroie par ailleurs. Financée de cette façon, l'apparition de la bourse peut entraîner une réduction -toutes choses égales par ailleurs- des capacités de financement du système bancaire. L'effet sur la croissance et sur le développement de cette redistribution dépend de l'efficacité relative de chacun des modes de financement bancaire et financier.

La bourse, en tant que système de financement concurrent peut inciter le système bancaire à une plus grande efficacité...

L'apparition de la bourse en tant que source de financement concurrent peut inciter le système bancaire à une plus grande efficacité dans les financements qu'il octroie. En revanche, si la capacité de financement du système bancaire devait diminuer à la suite de la création de la bourse, il reste encore à savoir comment la réduction de la capacité de financement des banques se répercute sur les divers types de financement fournis par le système bancaire.

Quatre cas de figure sont à envisager :

1. Les banques diminuent leur engagement en cessant de financer les entreprises en bourse sans changer leur politique dans les autres domaines.
2. Les banques compensent la perte de bons débiteurs (entreprises cotées) par un durcissement des conditions pour les débiteurs restants ;
3. Grâce à la bourse, les entreprises cotées peuvent diminuer leur ratio capitaux étrangers/capitaux propres. De cette façon, elles sont devenues de meilleurs risques pour le système bancaire, ce qui permet aux établissements de crédit d'assouplir les conditions faites aux autres débiteurs.
4. Dans l'ensemble, rien ne change, les grandes entreprises restent les seuls débiteurs des banques.

... mais les banques peuvent aussi durcir les conditions d'octroi de crédits aux entreprises de taille moyenne ou petite.

La bourse crée-t-elle de nouvelles sources de financement ou bien distribue-t-elle uniquement le financement existant ? La question se résume donc à l'alternative création ou déviation de financement. Le système bancaire, dans les PVD, joue un rôle important dans la distribution de richesses dans la mesure où "chaque fois qu'une banque ou une autre institution financière accepte un dépôt d'une personne pauvre, typiquement, cet argent n'est pas recyclé dans l'environnement économique de ce pauvre" (G. Remenyi, *Where credit is due*, 1991, p. 45). En effet, il y a une asymétrie de nature entre les créanciers et les débiteurs du système bancaire. Les déposants sont probablement moins riches que les débiteurs dont la richesse ou le revenu servent de gage au secteur bancaire. Si les meilleurs déposants et les meilleurs débiteurs jouent en bourse après avoir quitté le système bancaire, celui-ci en subit une double conséquence : son portefeuille de crédits devient plus risqué et sa capacité de crédit diminue. Le système bancaire va répercuter la pression qu'il subit sur les débiteurs restants, augmentant le prix du crédit par limitation de la quantité (rationnement).

Une part importante de l'activité économique a lieu dans les petites entreprises, qui restent, dans leur majorité, en dehors du système bancaire.

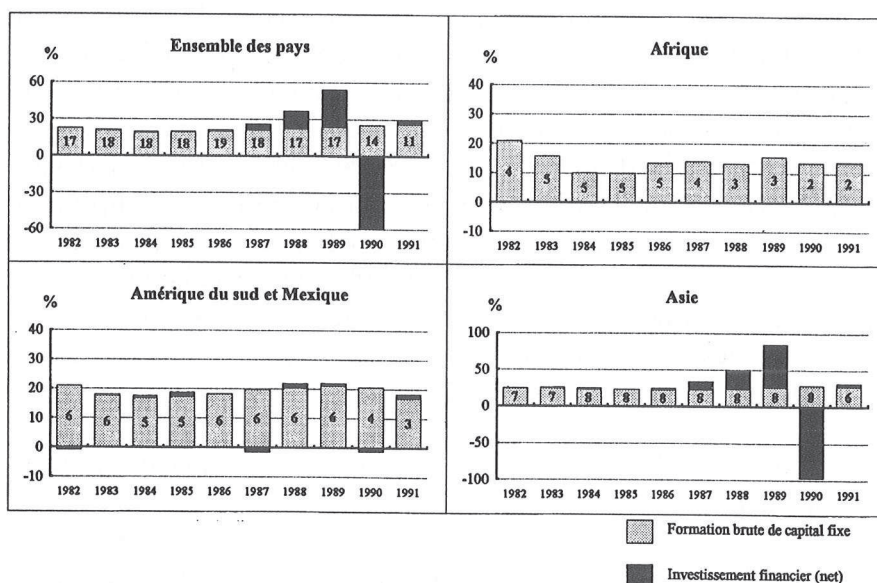
Dans les PVD, une part importante de l'activité économique a lieu dans des entreprises petites et très petites, qui restent pour leur majorité en dehors du système bancaire. Par définition, la bourse n'aura donc pas d'effet autre qu'indirect, par le biais des grandes entreprises dont dépendent de nombreuses petites. Il en va différemment des entreprises de taille moyenne qui nourrissent des projets de développement et qui ont pour cela besoin de crédits. Elles vont probablement subir le contre-coup de la désertion du système bancaire par ses meilleurs clients. Dans ce cas, l'apparition de la bourse risque de réduire les perspectives de croissance de l'économie. Toutefois, pour s'en convaincre définitivement, une étude de l'évolution des bilans bancaires et de la valeur ajoutée produite, par taille d'entreprise, est absolument indispensable. En réalité, l'apparition de la bourse pourrait tout aussi bien avoir un effet bénéfique sur les conditions de financement des entreprises moyennes mais non sur la quantité de crédit disponible. Si les entreprises cotées sont devenues pour la banque de meilleurs risques et si elles continuent d'emprunter, le risque crédit de la banque aura diminué et elle pourra en faire bénéficier ses autres clients en leur octroyant des conditions plus libérales. De plus, à l'instar des pays de l'OCDE, la bourse peut offrir aux banques locales une source intéressante de financement, mais les données précises font défaut pour étayer ces réflexions.

La bourse conduit à une polarisation des entreprises dans leur développement.

Très probablement, l'émission de titres en bourse enlève aux banques leurs meilleurs débiteurs et les incite à plus de rigueur à l'égard des petites et moyennes entreprises. La bourse renforce la polarisation de l'économie en deux groupes d'entreprises : d'une part, celles qui sont cotées, bénéficiant d'un coût de capital faible et d'un accès quasi illimité au crédit, et celles qui subissent un rationnement de crédit tout en devant s'acquitter de charges financières plus importantes. Il est raisonnable de penser que les premières vont croître rapidement alors que le développement des secondes va stagner. Cette situation a, sans doute, des conséquences importantes pour la distribution des revenus, dimension par ailleurs essentielle au développement et au progrès de l'homme. Toutefois, ce sujet dépasse le cadre des présentes considérations.

Au-delà de l'émission des titres sur le marché primaire et des conséquences que leur achat risque d'avoir pour le système financier du pays, l'existence de la bourse pose la question de savoir comment sera financée la croissance éventuelle de sa capitalisation. Il y a donc lieu d'examiner, à l'instar de ce qui a été fait pour les pays de l'OCDE, le rapport entre l'investissement financier (celui que supposent les transactions sur le marché secondaire) et l'investissement productif dans l'économie.

INVESTISSEMENT FINANCIER ET PRODUCTIF, EN % DU PIB (avec indication du nombre de pays retenus)



Sources : Eco'Diagnostic, calculé d'après FIBV et FMI

Figure 14

La ponction de ressources liée au financement des transactions boursières est nettement plus faible dans les PVD que dans les pays de l'OCDE.

Les capitalisations boursières des PVD ont très fortement augmenté durant la période étudiée, notamment en Asie et dans certains pays d'Amérique du sud. Cette augmentation n'a pas été purement comptable puisque les taux de rotation des titres sont relativement élevés dans ces pays. Ainsi, Taïwan a enregistré un taux moyen record

(1986-1991) de 323 %, suivi de la Corée du Sud (80 %), de la Thaïlande (70 %), du Mexique (65 %), de l'Inde (57 %), ainsi que du Brésil (48 %). En d'autres termes, l'augmentation de la capitalisation a exercé un "appel de marges" au niveau de l'économie, ce qui a pu opérer une ponction sur les moyens de financement disponibles. Ceux-ci, au lieu de servir au financement de l'investissement productif (crédits aux PME), ont financé les hausses de cours sans jamais entrer dans la sphère des entreprises. Il en a résulté une raréfaction des moyens financiers disponibles qui touche plus particulièrement les entreprises de taille moyenne. Exprimée en termes de PIB, la ponction annuelle moyenne qu'exercent les bourses des PVD sur leur système financier respectif est nettement plus faible que dans les pays de l'OCDE. Dans quatre pays seulement, entre 1982 et 1991, la ponction financière a été de plus de 1 % du PIB. Dans les autres pays, elle a été peu perceptible en termes macro-économiques.

Le système financier dans les PVD est moins étendu et solide que celui de l'OCDE, une ponction de ressources par la bourse, même plus faible que dans les pays industrialisés, peut avoir alors des conséquences plus graves.

Quand l'horizon d'analyse est ramené à cinq ans (1986 à 1991), la ponction (investissement financier) augmente : de 5 à 8 % du PIB pour la Corée, de 3 à 5 % pour la Thaïlande et de 2 à environ 3 % pour le Mexique et la Malaisie. Comme le montre le graphique, dans les pays asiatiques étudiés ici, la variation a été nettement plus importante qu'en Amérique latine. La grande disparité des situations s'explique notamment par le poids différent des bourses nationales en terme de PIB et par des vitesses de rotation très variables selon les places financières et les années. Toutefois, le système financier des PVD étant nettement moins développé, moins étendu et moins solide que celui des pays de l'OCDE, une ponction, même faible, en termes absolus, peut avoir de graves suites au sein d'un système financier qui n'y est pas préparé. Les premières victimes en seraient naturellement les entreprises moyennes qui subiraient un rationnement renforcé et une hausse des coûts du crédit. Bien qu'il soit impossible, en l'état, d'étayer cette dernière conclusion par une analyse quantitative, nombre de constats qualitatifs convergent pour la suggérer.

L'apport de la bourse au développement passe donc par trois canaux différents : la modification dans la répartition des flux financiers internes (ponction financière) ; le financement des entreprises qui entrent en bourse, et, finalement, l'investissement étranger en portefeuille qui met à la disposition de ces marchés des liquidités supplémentaires. Ainsi, la synthèse passe par l'addition de ces différents effets, exprimés à l'aide d'une même unité, le PIB, en soustrayant l'investissement étranger en portefeuille.

**PONCTION NETTE EXERCÉE PAR LES BOURSES (1985-1991)
en % du PIB**

	Investissement financier requis par la bourse (1)	Marché primaire (2)	Investissement étranger en portefeuille (3)	Effet net de la bourse (4)=(1)-(2)-(3)	Ponction nette en % de l'investissement direct (5)
Argentine	0,0	0,1	-0,8	0,7	57,8
Brésil	-0,3	0,1	-0,1	-0,3	-77,4
Corée	8,4	2,4	0,4	5,7	1388,9
Malaisie	2,3	2,8	0,7	-1,3	-32,7
Mexico	2,7	0,6	-0,2	2,3	147,3
Taiwan	-7,4	1,8	nd		
Thaïlande	5,1	4,2	0,9	0,1	5,2

Sources : Eco'Diagnostic, calculé d'après Banque mondiale, IFC et FMI

Figure 15

La ponction induite par la bourse en Corée et au Mexique a été plus importante que l'investissement direct, qui a été totalement absorbé par les marchés financiers.

Le tableau présente le cas de 7 pays : l'effet net a été le plus fort en Corée, où le marché primaire et l'afflux des investissements de l'étranger n'ont pas -et de loin- suffi à compenser la ponction entraînée par l'envolée des cours en bourse. Viennent ensuite le Mexique, l'Argentine et la Thaïlande ; en Malaisie et au Brésil, l'effet net est négatif, ce qui signifie que l'effet de financement de la bourse a été plus que compensé par le marché primaire et les investissements étrangers de portefeuille.

La dernière colonne du tableau exprime l'effet net en termes de l'investissement direct dans différents pays. Les résultats montrent que la

ponction induite par la bourse a été, en Corée et au Mexique, nettement plus forte que l'investissement direct qui afflue vers le pays. En d'autres termes, du point de vue purement financier, l'investissement direct aurait été -dans ces deux pays- totalement absorbé par les marchés financiers. Si l'analyse est correcte, cela voudrait dire que l'explosion des cours boursiers a un effet pervers important, plus important que ne le laissait entrevoir son expression en termes de PIB. Pour d'autres pays, le Brésil et l'Argentine notamment, la ponction de la bourse a été source d'instabilité pour le système financier, exposé à des pressions variables et contradictoires d'une année à l'autre. Est-ce la conséquence ou l'une des causes de la tourmente financière que ces deux pays ont traversée durant les années 1980 ?

3.4. L'investissement en portefeuille sur les bourses émergentes : bienfait ou perturbation ?

Les investissements de portefeuille ne sont pas guidés par leurs attraits propres...

L'ouverture des marchés boursiers des PVD aux capitaux extérieurs a rendu possible le développement de l'investissement en portefeuille sur les bourses des PVD. Il s'agit en fait de l'achat de titres sur des places financières locales à l'aide de capitaux résidant à l'extérieur (les capitaux locaux en fuite appartiennent à cette catégorie) du pays en question. Les PVD diffèrent sensiblement quant aux conditions imposées aux investissements de portefeuille, notamment en ce qui concerne leur accès. Souvent, seuls les achats de titres sélectionnés ou de parts de fonds d'investissement sont autorisés aux étrangers. L'accès à l'information est plus difficile, le rapatriement des bénéficiaires peut être limité et les règles fiscales internationales qui s'appliquent aux dividendes et aux gains en capital sont fort complexes et différentes selon les pays considérés. Toutes ces conditions modifient les risques qui sont liés, dans la perspective d'un investisseur étranger, à chacune des places boursières. Cependant, conformément à la pratique la plus récente en matière de gestion de fortune, ce n'est pas le risque individuel de chaque placement qui compte mais plutôt le risque résultant du portefeuille dans son ensemble. Aussi paradoxal que cela puisse paraître, il se peut que même un risque élevé vaille la

peine d'être pris pour autant qu'il ait qualitativement une nature différente de tous les risques déjà détenus. Il ne s'agit de rien d'autre que de la transcription, en termes de la théorie moderne de portefeuille, de la maxime de "ne pas mettre tous ses oeufs dans le même panier".

... mais par le fait que le risque qu'ils présentent est qualitativement différent des risques offerts sur les marchés occidentaux.

L'intérêt que portent les places financières du monde occidental aux bourses émergentes vient essentiellement du fait qu'il s'agit d'économies relativement peu intégrées à l'économie mondiale, qui réagissent différemment aux fluctuations de la conjoncture économique et financière internationale. De plus, pour certains de ces marchés, il s'agit d'économies extrêmement dynamiques -mais souvent aussi fragilisées

INVESTISSEMENT ÉTRANGER EN PORTEFEUILLE ET INDICE BOURSIER

	Corrélation	Nombre d'observations
Vénézuela	0,97	4
Nigéria	0,66	4
Philippines	0,42	10
Argentine	0,36	10
Chili	0,35	10
Mexique	0,17	10
Colombie	0,14	8
Thaïlande	0,11	10
Zimbabwe	-0,05	7
Malaisie	-0,13	10
Indonésie	-0,16	8
Brésil	-0,34	9
Pakistan	-0,36	7
Corée	-0,57	10
Côte d'Ivoire	-0,61	8

Sources : Eco'Diagnostic, calculé d'après Banque mondiale et IFC

Figure 16

par leur dépendance d'un seul secteur- avec des taux de rendement extraordinairement attrayants. Il n'est donc pas étonnant que les capitaux des pays riches aient pris la route des marchés émergents des PVD.

Les investissements de portefeuille influencent les cours et sont source de flux et reflux de fonds, indépendamment des déterminants économiques fondamentaux.

Les investissements de portefeuille ont sans aucun doute eu un impact sur les cours des titres locaux, puisqu'ils constituent une demande additionnelle de titres, parfois non négligeable. Même si les données statistiques ne confirment pas toujours de manière convaincante l'existence de cet effet, il ne devrait pas être écarté de l'analyse. L'augmentation des cours entraîne -à taux de rotation des titres constant- une ponction additionnelle sur les possibilités de financement de l'économie, ce qui, à son tour, rend plus problématique le financement des entreprises moyennes. Toutefois, une bourse à la hausse rend aussi toute nouvelle émission d'actions plus avantageuse. Ainsi, les investissements en portefeuille contribuent à diminuer le coût des fonds propres pour les entreprises cotées.

Si les investissements en portefeuille affluent à un rythme régulier, on pourrait s'attendre à ce qu'ils étanchent la ponction additionnelle qu'ils entraînent et que, de cette façon, le système financier du pays ne soit pas affecté. Ceci est vrai si le flux est non seulement continu mais aussi croissant au rythme de la montée des cours et du taux de rotation des titres. En réalité, ce n'est que rarement le cas. Les capitaux migrants -"capitales golondrinas"- peuvent affluer et refluer sans préavis, à moins que les régulations de change et d'investissement en spécifient autrement, pour des raisons qui ne sont pas nécessairement en rapport direct avec la performance de tel ou tel titre ou de telle ou telle place boursière. En dernière analyse, les systèmes financiers des PVD se trouvent exposés à des risques de flux et de reflux -donc aussi à des manipulations de marché- qu'il est difficile de maîtriser. Il en résulte non seulement une ponction forte de ressources, mais surtout une grande volatilité de la bourse. Ceci

n'améliore pas les conditions-cadre dans lesquelles sont financées les petites et moyennes entreprises.

RATIO DE SHARPE

Pays	Ratio
Côte d'Ivoire	-0,31
Jordanie	-0,04
Malaisie	0,25
Indonésie	0,39
Argentine	0,39
Maroc	0,50
Colombie	0,51
Corée	0,55
Brésil	0,56
Vénézuela	0,57
Zimbabwe	0,58
Taïwan	0,61
Philippines	0,62
Thaïlande	0,62
Pakistan	0,67
Inde	0,84
Chili	0,98
Mexique	1,27
Nigéria (a)	2,25

Sources : *Eco-Diagnostic, calculé d'après IFC*
(a) dès 1984

Figure 17

Les risques encourus sur les marchés émergents ne sont que rarement couverts.

Le rapport entre la moyenne des variations du cours et l'écart type de ces mêmes variations -le ratio de Sharpe- indique le degré de couverture des risques pour chaque investissement. Si le ratio est supérieur à l'unité, les risques sont couverts, s'il est inférieur, ils ne le sont que partiellement. Appliquée aux observations annuelles des marchés émergents entre 1982 et 1991, cette technique de calcul montre que les risques n'étaient couverts que dans le cas des investissements en Inde, au Chili, au Mexique et au Nigéria. Toutefois, même ici, le degré de couverture peut être insuffisant, compte tenu du risque de change qui n'est pas pris en compte.

3.5. Contribution des bourses de l'OCDE à l'investissement direct

Les entreprises transnationales des pays riches sont fortement implantées dans les PVD.

Selon les estimations des Nations Unies, il y avait au début de la décennie 1990 dans le monde, quelque 35 000 entreprises transnationales (ETN) possédant environ 150 000 filiales. Il ne s'agit là que d'un ordre de grandeur très approximatif, compte tenu des problèmes de définition et de récolte de données. Un peu moins de 90 % des ETN sont originaires des pays de l'OCDE, pour un peu plus de 10 % des PVD, alors que les ETN des pays post-communistes représentent moins de 1 % du total. Les proportions sont très différentes pour ce qui est de la répartition géographique des filiales de ces entreprises : 42 % du nombre total des filiales sont localisées dans les PVD, 50 % dans les pays de l'OCDE et environ 8 % dans les pays post-communistes. Ces chiffres font apparaître la forte implantation des ETN des pays de l'OCDE dans les PVD.

Le volume des investissements directs étrangers en 1990 dans le monde s'élevait à 200 milliards de dollars US environ, dont un sixième seulement revenait aux PVD.

Toujours selon les estimations des Nations Unies, le volume global des investissements directs étrangers en 1990, tous pays confondus, s'élevait à environ 200 milliards de dollars US. Les PVD recueillaient environ 32 milliards, alors que leurs investissements à l'étranger s'élevaient à 8 milliards de dollars. A l'évidence, les ETN des pays de l'OCDE sont le vecteur privilégié de ces investissements. On peut estimer que 90 % des investissements directs vers les PVD sont le fait des 1 000 à 2 000 plus grandes entreprises mondiales.

Après la crise de l'endettement en 1982, les investissements directs privés ont, globalement, relayé le désengagement du secteur bancaire international dans le financement des PVD.

Mesuré en termes nets (compte tenu des bénéficiaires rapatriés vers les pays d'origine), l'investissement étranger direct dans les PVD n'a pas cessé de croître depuis le début des années 80. Dans les pays d'accueil, cet afflux

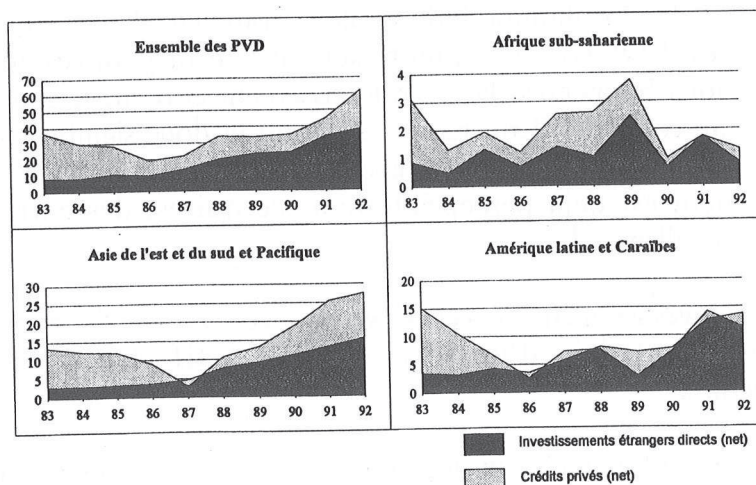
de fonds prend la forme soit de nouvelles installations, soit de rachats d'entreprises déjà existantes, sans qu'il soit possible statistiquement de distinguer avec précision la part de chacun de ces deux modes d'investissement. La recrudescence de l'investissement direct dans la deuxième moitié des années 1980 s'explique par deux tendances. D'une part, dès l'éclatement de la crise de l'endettement international en 1982, un vent de panique a soufflé sur les intermédiaires financiers qui cherchent depuis lors les moyens de limiter leur exposition aux PVD. D'autre part, comme en réponse au tarissement de la source qui les avait financés depuis presque dix ans, les PVD ont assoupli les réglementations relatives à l'investissement étranger. Le spectre des nationalisations, qui a hanté les ETN durant les années 1970, s'est ainsi éloigné. La nature du flux privé de financement vers les PVD a, durant les années 1980, fondamentalement changé. En termes globaux, la baisse des crédits bancaires nets a été compensée par la recrudescence de l'investissement direct. Ainsi, la contribution des marchés financiers des pays de l'OCDE -par le biais des ETN- au flux des ressources vers les PVD s'est fortement accrue, alors que l'apport des banques baissait en parallèle.

Pour satisfaire leurs besoins en fonds et gérer leurs liquidités, les ETN recourent de plus en plus aux possibilités offertes par les marchés financiers.

Les données de la Banque Mondiale montrent que ce qui est vrai au niveau mondial ne l'est pas nécessairement pour chaque région prise séparément. Ainsi, la crise de la dette a sonné le glas de tout financement privé, investissements aussi bien que crédits bancaires, à destination des pays de l'Afrique sub-saharienne. L'Asie, plus particulièrement le sud-est du continent, se trouve dans la situation inverse, puisque tant le financement bancaire que l'investissement direct ne cessent de progresser. Les modalités du financement privé à destination de l'Amérique latine se rapprochent le plus de la situation mondiale : un effondrement des crédits bancaires, d'une part, une croissance très prononcée des investissements directs, d'autre part.

Le boom des bourses du milieu des années 1980 a stimulé la propension des ETN à l'investissement, également dans les PVD.

ÉVOLUTION DES CRÉDITS ET DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS PRIVÉS (en milliards de dollars courants)



*Sources : Banque mondiale, World Debt Tables
1992 estimation*

Figure 18

Les plus grandes ETN du monde contribuent donc à la fois à l'épargne mondiale, par le biais de leur capacité d'autofinancement, et à l'investissement mondial. Pour satisfaire leurs besoins en fonds et aussi pour se délester temporairement de leurs excédents de liquidités, les ETN utilisent activement les possibilités offertes par les marchés financiers. Par le biais des nouvelles émissions que les 2 000 plus grandes entreprises mondiales placent sur les marchés financiers des pays de l'OCDE (emprunts et augmentations de capital), elles se procurent des fonds qui sont en partie investis dans les PVD, mais pour l'instant dans une mesure impossible à estimer. Grâce à leur excellente réputation, les ETN parviennent à lever des fonds à des conditions financières qui leur sont très favorables, nettement meilleures que ce qu'elles auraient été pour n'importe quelle entreprise (publique ou privée) originaire des PVD. Ceci est particulièrement vrai pour les augmentations de capital placées sur les marchés durant les hausses boursières du milieu des années 1980.

La période des hausses boursières dans les pays de l'OCDE a considérablement abaissé le coût du capital pour les entreprises cotées, ce qui a, très probablement, stimulé leur propension à l'investissement en général et dans les PVD en particulier. La globalisation financière aurait donc stimulé la globalisation industrielle et commerciale des entreprises des pays de l'OCDE. Le ralentissement de la progression des capitalisations boursières (lié au ralentissement conjoncturel général) enregistré au cours des dernières années pourrait donc signifier -à court terme- le ralentissement de l'investissement direct dans les PVD. Un tel fléchissement est déjà perceptible pour ce qui est des entreprises japonaises et allemandes.

Les flux d'investissement directs convergent vers un certain nombre de pays disposant déjà d'un secteur privé actif et d'une bonne infrastructure.

Les facteurs traditionnels qui déterminaient l'investissement direct dans les années soixante-dix et au début des années quatre-vingts, tels que la présence de matières premières et d'une main d'oeuvre peu qualifiée mais bon marché, ont perdu de leur importance. En effet, pour la plupart des industries, les progrès technologiques ont diminué le poids des coûts du travail dans les coûts totaux. Dans ce nouvel environnement, les flux d'investissements directs étrangers convergent vers un groupe de pays disposant déjà d'un secteur privé relativement actif, d'une infrastructure satisfaisante et d'une main d'oeuvre, certes bon marché, mais surtout relativement qualifiée et motivée. La stabilité économique et politique est, bien entendu, une condition favorable qui attire les investisseurs.

Les Etats-Unis et le Japon sont responsables de 70 % des investissements directs effectués dans les PVD en 1990.

On assiste à une forte concentration des investissements directs sur un petit nombre de pays d'origine et de pays receveurs. Les deux plus grandes puissances économiques mondiales, les Etats-Unis et le Japon, représentaient 70 % du flux total des investissements directs en direction des PVD en 1990. La concentration en amont se retrouve du côté des pays destinataires de ces flux, pour donner naissance à ce qui est appelé le "Triad Pattern" -modèle ternaire- de l'investissement direct. Les

investissements nord-américains vont avant tout vers l'Amérique latine. Les investisseurs japonais et les pays nouvellement industrialisés du sud-est asiatique sont la source principale d'investissement direct en Asie, alors que l'Europe, bien que présente en Asie et en Amérique latine, est une source majeure de flux d'investissement direct pour les pays post-communistes. Les investissements directs en Asie se concentrent sur la création d'équipements nouveaux, tandis qu'en Amérique latine et dans les pays post-communistes ces flux servent en grande partie au rachat d'entreprises existantes, notamment dans le cadre des programmes de privatisation.

Les crédits bancaires et les investissements directs apparaissent comme des substituts dans la perspective des balances de paiements. Toutefois, leur utilisation économique est très différente. Dans le cas du crédit, il s'agit d'un flux purement financier, dont l'utilisation dépend entièrement des objectifs du débiteur, alors que l'investissement direct contribue immédiatement, soit à l'augmentation des capacités productives, soit à l'accroissement des recettes publiques s'il s'agit de rachat d'une entreprise étatique (privatisation).

Pour traduire l'importance de l'apport, le flux d'investissement direct peut être exprimé en termes de formation brute de capital fixe dans le pays receveur. En moyenne annuelle des années 1981-1991, ce taux s'est comporté de manière très variable dans les 19 pays pour lesquels les données existent.

Au Nigéria, l'investissement direct a contribué pour environ 16 % à la formation brute de capital fixe durant les douze dernières années, suivi de la Malaisie, où cette part atteint environ 11 %, et de quatre autres pays où elle se situe entre 5 % et 8 % (Argentine, Chili, Colombie, Taïwan). Dans les autres pays, la contribution a été inférieure à 5 %. Mais il ne suffit pas de voir comment évolue le flux d'investissement direct, encore faut-il savoir si les investissements directs ont un impact sur la croissance de l'économie d'accueil. A cet égard, la confirmation statistique est très faible : la corrélation entre la variation de l'investissement direct et la croissance du PIB est positive et significative pour le Zimbabwe, la Malaisie, la Corée, le Pakistan et la Thaïlande, c'est-à-dire, paradoxalement, des pays, mis à part la Malaisie, où la

INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS DIRECTS NETS, 1981-1991

	En % du PIB	En % de la formation brute de capital fixe
Argentine	0,94	5,84 (b)
Brésil	0,51	2,77
Chili	0,96	6,04
Colombie	1,25	7,48
Corée	0,12	0,43
Côte d'Ivoire	0,59	3,35 (c)
Inde	0,00	0,00
Indonésie	0,53	4,33
Jordanie	0,93	2,59
Malaisie	3,82	11,19 (b)
Mexique	0,87	3,87 (d)
Maroc	0,47	1,53 (e)
Nigéria	1,52	15,83
Pakistan	0,38	2,25
Philippines	0,76	3,90
Taiwan	1,08	5,27
Thaïlande	1,26	4,20 (b)
Vénézuela	0,25	1,47
Zimbabwe	0,07 (a)	-0,38 (d)

*Sources : Eco-Diagnostic, calculé d'après FMI et Banque mondiale
Notes : jusqu'en (a) dès 1988, (b) 1990, (c) 1986, (d) 1987, (e) 1989*

Figure 19

contribution extérieure à l'effort d'investissement est plutôt faible. Ce résultat peut naturellement signifier que la croissance économique de ces pays a fourni à des investisseurs étrangers des opportunités profitables. **Les quelques indications statistiques dont on dispose suggèrent que les investissements directs ont un effet faiblement positif sur le développement économique.**

Les données statistiques suggèrent que l'activité des investisseurs des pays de l'OCDE dans les PVD a un effet positif sur le PIB, même s'il est faible. Cependant, l'image statistique de la corrélation à long terme est ambiguë et ne suffit pas à saisir l'intégralité du phénomène, puisque, par leur présence, les ETN pourraient avoir un effet durable d'entraînement pour les économies d'accueil. Cet effet pourrait résulter de la conjonction de nombreux mécanismes, tels que le transfert de technologie -qui s'opère habituellement au sein des ETN entre la maison-mère et la filiale-,

l'apport de l'ETN à la formation locale du capital humain et à l'élévation des connaissances "manageriales", l'effet de multiplication du revenu local par le biais des dépenses locales des ETN et de leurs commandes aux fournisseurs locaux, et, finalement, l'accroissement des exportations du pays hôte.

La présence et les activités des ETN dans les PVD ont fait l'objet de nombreuses critiques qui mettaient l'accent sur leurs retombées sociales, régionales ainsi que culturelles. Il s'agit de problèmes graves, mais qui sont probablement inhérents à l'apport économique que constituent les investissements directs aux pays d'accueil. Cet apport n'est pas désintéressé ; par leur présence dans les PVD, les ETN non seulement améliorent leurs résultats mais se globalisent et étendent leur emprise sur des régions toujours plus lointaines.

3.6. La bourse dans la transition : l'expérience de Varsovie

L'expérience de 24 mois de la Bourse de Varsovie illustre les particularités et faiblesses du système financier de tout pays post-communiste. En analysant les performances du marché financier du point de vue de sa contribution à la stabilité financière, de l'allocation de ressources et de la privatisation, il a été possible d'identifier ses implications principales et formuler six recommandations (leçons).

La réouverture de la bourse a été profondément influencée, consciemment ou non, par des considérations symboliques et éducatives.

Dès le début de la transition, la bourse a été considérée comme un élément crucial du nouveau système économique orienté vers l'économie de marché, bien que peu nombreux étaient ceux qui avaient une idée claire de sa signification réelle. On s'attendait notamment à ce qu'elle aide les citoyens-actionnaires à se familiariser avec les lois de l'économie de marché. Elle était aussi censée attirer les investisseurs à la fois domestiques et étrangers et devait procurer les capitaux à l'Etat, dans le cadre du processus de privatisation, et aux entreprises. Ces différentes attentes montrent bien que la bourse devait être l'un des moteurs qui activerait le processus de la transition.

INDICE WIG ET VOLUME DE TRANSACTIONS

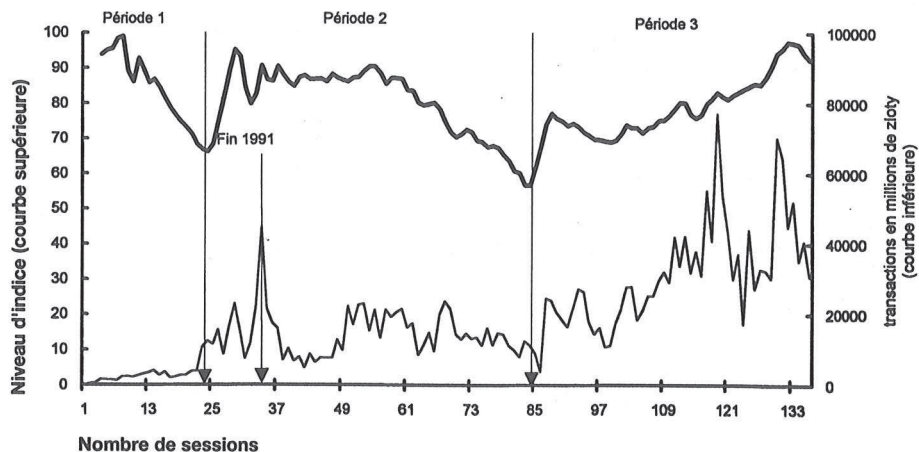


Figure 20

Les performances des marchés boursiers sont loin de se montrer à la hauteur des espoirs qu'ils avaient suscités.

Les transactions à la bourse de Varsovie ont commencé le 16 avril 1991, par la cotation de cinq sociétés industrielles, sélectionnées avec grand soin : entreprises de taille moyenne, avec une activité importante d'exportation, bénéficiant d'une technologie relativement moderne et de bonnes perspectives. Fin 1992, le nombre des entreprises cotées se montait à 16. Le graphique montre comment l'indice boursier WIG (Warszawski Indeks Gieldowy) et le volume de transactions se sont comportés durant les 20 premiers mois. Sur cette base, il est possible de scinder l'évolution de l'indice en trois périodes. La première est caractérisée par une chute de l'indice à 66,9 (perte de 28,8 %) et une stabilité du volume de transactions. Elle se termine à la 23^{ème} séance. La seconde période s'étend de la 24^e à la 85^e séance. Durant cette période de relative stabilité, la baisse observée de l'indice n'est que de 6,3 % tandis que le volume des transactions et la volatilité augmentent. La troisième période, débutant avec la 86^e séance, a vu enfin l'indice WIG s'inscrire en hausse, de 36,3 % jusqu'à fin 1992. Le volume s'est ainsi accru régulièrement. En fait, la tendance s'est poursuivie et, à la fin du mois d'août 1993, l'indice WIG se situait à 700 points.

Six leçons peuvent être tirées de l'expérience récente de la bourse de Varsovie pour montrer comment la bourse peut contribuer à la privatisation et à la restructuration des entreprises.

Les 16 premiers mois de la réouverture de la bourse de Varsovie ont été décevants, accusant un rendement négatif. Cette tendance s'est inversée depuis, alors que la Bourse entrait dans une phase d'apparente sur-réaction. En fait, il lui a fallu 24 mois pour se remettre de sa contre-performance initiale. Ce n'est qu'au mois de mai 1993 que la valeur de l'index WIG, en termes réels, a retrouvé, ou peu s'en faut, son niveau initial. La bonne performance qui apparaît dès juillet 1992 est due au fait que le niveau atteint mi-1992 était proche du zéro absolu, ce qui, par conséquent, a réactivé l'intérêt des investisseurs. Une telle situation n'est pas en accord avec la vocation initiale de la Bourse de Varsovie, pas plus qu'avec celle des marchés boursiers des autres pays post-communistes.

Un certain nombre de raisons peuvent expliquer la piètre performance de la bourse de Varsovie au cours des 16 premiers mois d'ouverture. Six leçons peuvent en être tirées dans la perspective des moyens accessibles aux autorités concernées pour gérer la bourse afin d'optimiser sa contribution à la privatisation et à la restructuration des entreprises.

Première leçon : Le volume des transactions doit être stimulé par un apport adéquat de titres.

Il est généralement admis qu'il existe une relation inversement proportionnelle entre le niveau de risque et le volume de transactions. Ainsi, un faible volume de transactions augmente le risque lié à un investissement financier. Inversement, un accroissement du volume diminue le risque lié à la non-exécution d'un contrat. Toutefois, une accélération subite du volume des échanges, si elle survenait seule, conduirait à une envolée des cours qui pourrait s'avérer dangereuse pour l'ensemble du système financier. Dans les pays en transition, c'est l'Etat qui est le plus important émetteur de titres, sinon le seul. Le volume des actions mises sur le marché dépend de sa volonté et de sa capacité d'utiliser simultanément et de manière cohérente les nombreuses compétences dont il est investi. Le moyen le plus naturel pour augmenter l'offre d'actions est d'accroître le nombre des entreprises cotées. Toute

entreprise ayant été complètement privatisée devrait donc être cotée, même à un prix relativement bas.

Il conviendrait de compléter les mesures ci-dessus en maximisant la part cotée du capital par des entreprises privatisées (actions au porteur aussi bien qu'actions nominatives). Il est également important d'éviter les offres initiales par souscription publique. A leur place, il faut offrir des actions aux enchères directement à la bourse, lui permettant de remplir son rôle naturel en tant que marché primaire plutôt que de rester confinée aux transactions du seul marché secondaire. L'entrée en bourse d'actions étrangères augmenterait encore le volume des transactions. Ainsi, on pourrait imaginer que les entreprises étrangères qui prennent des positions de contrôle dans les ex-entreprises d'Etat fassent coter une partie du capital social de la maison-mère sur le marché local. Ceci donnerait une nouvelle impulsion aux investisseurs financiers, leur ouvrant de nouveaux horizons dans leurs stratégies de diversification.

En conclusion, l'éventail des mesures destinées à augmenter le volume des actions implique un éclaircissement graduel de la relation actuellement très complexe entre l'Etat et les entreprises, pour arriver à une séparation complète. C'est un aspect crucial du processus de transition dont le but est de libérer entièrement les entreprises de la protection de l'Etat en remplaçant les liens hiérarchiques par des liens financiers.

Deuxième leçon : Les transactions doivent avoir lieu de manière efficace afin que les cours reflètent immédiatement les conditions d'équilibre.

Selon des recherches récentes, la "vente aux enchères bipartites secrètes" adoptée par la bourse de Varsovie est le système de transaction optimal. Il semble particulièrement bien adapté aux économies des pays en transition, car, dès le début, il renforce les normes de transparence. Celles-ci sont essentielles pour que renaisse une certaine confiance dans les nouvelles institutions. Dans le cadre de cette technique de cotation, le seul moyen d'améliorer la convergence vers le cours d'équilibre est de porter progressivement le nombre de séances hebdomadaires à cinq. De plus, une informatisation complète de toutes les transactions (clearing) améliorerait aussi l'efficacité. Ceci entraîne un investissement considérable, qui ne peut cependant être financé que si le volume des transactions augmente.

Troisième leçon : Dès le début, la bourse doit offrir aux entreprises une source de financement alternative au crédit bancaire.

Les taux d'intérêt prohibitifs pratiqués dans les pays post-communistes coupent les entreprises du crédit bancaire, ce qui limite sérieusement leur vitesse de restructuration et entame leurs possibilités d'investissement. De plus, les règles régissant la bourse devraient tenir compte du fait que de florissantes nouvelles entreprises ne peuvent raisonnablement remplir les exigences d'admission à la cotation. Néanmoins, l'accès à la bourse est essentiel à la "privatisation par le bas". Ainsi, les gouvernements des pays post-communistes devraient soit se montrer moins restrictifs, soit créer, dès le début, un second marché adapté aux besoins et possibilités de ces nouvelles entreprises. Considérant la bourse comme un instrument de vente des entreprises d'Etat, ("privatisation par le haut"), ce dernier ne devrait pas seulement prendre en compte les impératifs de son propre budget, mais aussi les attentes des investisseurs et des entreprises. Ainsi, les recettes réalisées lors de la mise aux enchères pourraient être réparties entre le budget de l'Etat et l'entreprise privatisée, afin de permettre à celle-ci de se restructurer rapidement et d'obtenir une meilleure performance.

Quatrième leçon : La bourse devrait servir d'instrument majeur de privatisation pour les entreprises d'Etat.

Jusqu'ici, seule une infime partie des entreprises d'Etat prêtes pour la privatisation ont pu entrer en bourse dans les pays post-communistes. Un refus de l'Etat de mettre en vente des actions à un cours qu'il considère comme trop bas peut non seulement mettre en danger ses recettes à moyen terme, mais aussi entraîner des dépenses supplémentaires notamment au titre des prestations de chômage. On se demande si l'Etat n'économiserait pas plus en acceptant en bourse certaines entreprises cotées à un niveau relativement bas plutôt que de devoir les liquider à terme. En l'absence d'arguments économiques justifiant sa répugnance à augmenter le volume des titres, l'Etat avance souvent des arguments socio-culturels, comme la nécessité d'éviter de "brader les biens nationaux". De tels arguments supposent cependant une évaluation de la "valeur intrinsèque" des entreprises, alors même que les marchés financiers refusent obstinément de la reconnaître comme exacte. Paradoxalement, dans les économies en transition, la bourse est la seule institution capable d'estimer, sur la base des conditions macro-

économiques existantes, la valeur des actifs jusque-là “sans prix” ; elle devrait donc être utilisée comme telle. Par exemple, une certaine proportion (10 %) de toutes les entreprises encore aux mains de l’Etat pourrait immédiatement être mise sur le marché. De cette manière, non seulement le volume des transactions serait augmenté, mais l’Etat obtiendrait un étalon de mesure pour les estimations de la valeur des entreprises et, de plus, une nouvelle source de revenus pour son budget.

Cinquième leçon : L’émergence d’un marché permettant des prises de contrôle pourrait accélérer la restructuration des économies post-communistes d’une façon significative.

Les gouvernements et leurs conseillers occidentaux n’ont cessé d’inventer et de mettre au point des nouvelles solutions institutionnelles prétendument adaptées aux besoins de la transition. Qu’il s’agisse de fonds d’investissement à la polonaise ou à la tchèque, ou d’agences de restructuration sectorielles, ces solutions ont en commun le fait qu’elles contournent la bourse. Toutes ces institutions recherchent le compromis entre le besoin pressant de l’Etat, d’une part, de trouver de nouvelles sources de recettes et une volonté de dégager sa responsabilité directe dans la vie des entreprises et, d’autre part, le besoin de restructuration de ces mêmes entreprises. La nécessité de nouvelles solutions institutionnelles est apparue parce qu’on a supposé (probablement à tort) que des investisseurs financiers opérant par l’intermédiaire de la bourse étaient incapables, au même titre que l’Etat, de forcer les entreprises cotées à se restructurer. Pour la bourse, les fonds d’investissements et les fonds mutuels proposés sont pernicieux car ils la privent d’une occasion unique d’augmenter le volume des transactions et de jouer un rôle de leader dans le processus de transition.

Sixième leçon : Un marché boursier étroit peut mettre en danger la stabilité et, finalement, la viabilité de tout le système financier.

Dans le contexte de la transition vers l’économie de marché, le système financier est encore naissant, faible et instable. Il suffirait d’un choc touchant l’une de ses composantes pour que le tout s’écroule, provoquant une crise financière majeure. Ainsi, la bourse pourrait d’un jour à l’autre attirer un grand volume de transactions pour des raisons indépendantes de la performance des entreprises. Si le marché est étroit, le cours des actions monterait à des hauteurs sans précédent et, de ce fait,

imposerait aux agents des risques financiers qu'ils ne seraient pas en mesure d'assumer. Une chute des cours, causée par exemple par des changements politiques (comme la baisse de 30 % à Varsovie début juin 1993), viendrait déstabiliser un secteur bancaire mal capitalisé. Les gouvernements post-communistes devraient donc avoir pour but constant l'élargissement du marché, en profitant de toute demande d'actions accrue pour lancer de nouvelles entreprises. Cette manière de procéder aurait l'avantage de maintenir les cours dans des limites raisonnables tout en augmentant le volume de transactions, de stabiliser le marché et de pourvoir l'Etat ou les entreprises, ou les deux, d'un revenu additionnel.

fph

bureau exécutif
38, rue Saint Sabin
F 75011 Paris
téléphone
1/43 57 44 22
télécopie
1/43 57 06 63
e-mail
paris@fph.orstom.fr

siège social
et bureau en Suisse
Chemin de Longeraie 9
CH 1066 Lausanne
téléphone
21/23 24 31
télécopie
21/23 57 00

composition PAO couverture KF2
graphisme Vincent Collin

Des outils complémentaires

Léchanges d'expériences et de réflexions utiles à l'action

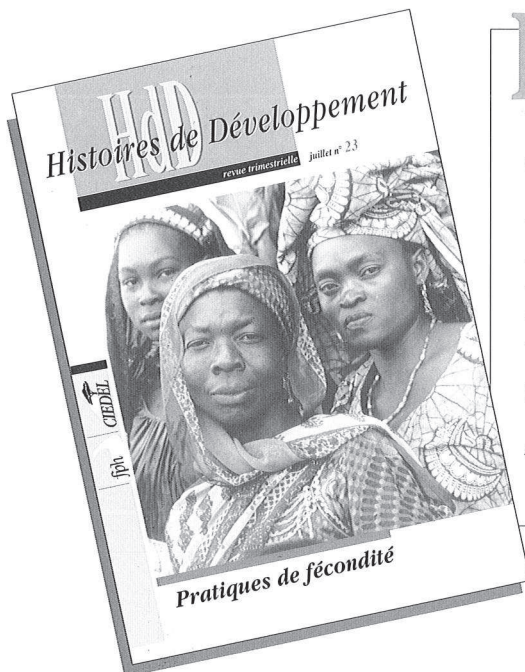
Dernières parutions

- N° 14 - RITIMO - Des crédits pour les plus pauvres :
concilier solidarité et efficacité économique
- N° 1 - Protéger et valoriser les ressources naturelles
- N° 2 - Construire la paix
- N° 3 - De l'exclusion à l'insertion

Prix au numéro : 30 F



Renseignements - Diffusion
RITIMO - 14 Rue de Nanteuil - 75015 PARIS
Tél. 1 45 31 18 08



Le développement tel qu'il est

4 NUMÉROS PAR AN

Parutions 93

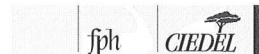
- N° 25 avril : Pousse-pousse boeing
- N° 26 juillet : Culture de guerre, culture de paix
- N° 27 octobre : Consommer autrement
- N° 28 décembre : L'état surtout et sur tout

Prix au numéro :

60 F/France - 65 F/Étranger

Abonnement :

220 F/France - 240 F/Étranger



Renseignements - Diffusion
CIEDEL • 30 Rue Sainte-Hélène - 69002 LYON
Tél. 78 37 83 24