

PRÉSENTATION

LES MARCHÉS FINANCIERS ÉMERGENTS PREMIERS PARADOXES ET ULTIMES INTERROGATIONS

OLIVIER PASTRÉ *

La Revue d'Economie Financière peut s'enorgueillir d'avoir toujours essayé de catalyser la réflexion théorique sur des thèmes mis en lumière par l'actualité et (malgré — ou à cause de — leur médiatisation) insuffisamment débattus. Ce numéro s'inscrit parfaitement dans cet effort éditorial continu au même titre que les récents numéros de la Revue d'Economie Financière consacrés aux marchés dérivés (Printemps 1993) ou à la crise immobilière (Automne 1994)¹.

Les « marchés financiers émergents » : ce « concept » qui n'existait pas il y a à peine cinq ans, fait aujourd'hui la « Une » des gazettes financières et l'envie des « zinzins » de toutes nationalités. Pensez donc : alors que les Bourses du Nord paient le lourd tribut du ralentissement de la croissance, les Bourses du Sud pulvérisent, les uns à la suite des autres, les records. Alors que la dette du Tiers-Monde avait brisé la courbe de profitabilité de nombre de banques prestigieuses (et la carrière de non moins nombreux banquiers), la Bourse de Séoul, celle d'Istanbul et quelques autres au moins aussi obscures font figure de nouvelles « stars » de la Finance Internationale (nouvelles et, il est vrai, parfois filantes) et les gérants de certaines caisses de retraite du Wisconsin de néo-« golden boys » ? Pire, l'avenir paraît plus prometteur encore que le présent. Tout le monde a en tête le comparatif entre le PNB des pays dit « émergents » et leur capitalisation boursière (12 % du PNB mondial contre 5 % de la capitalisation). Ce

9

* Professeur à l'Université de Paris XIII, Conseiller Scientifique de la Revue d'Economie Financière.

¹ Avertissement (et premier paradoxe) : le thème des Marchés Financiers Émergents (qui inquiétait ainsi le Comité Éditorial de la R.E.F. en raison de la rareté des articles publiés à ce jour sur ce thème) a connu un tel succès que nous avons été amenés à dédoubler la publication de ce dossier. Une dizaine d'articles consacrés aux différents aspects du développement des marchés financiers émergents seront ainsi publiés dans le prochain numéro de la R.E.F. Rendez-vous donc aussi, chers lecteurs, au numéro 30...

« retard de capitalisation » des bourses émergentes, colporté d'articles en articles, n'est-il pas le plus sûr garant de lendemains qui chantent dans le Sud face à un Nord qui devra payer quelques années encore le prix de son libéralisme effréné ?

Les marchés financiers émergents : phénomène de mode ou dérivation durable des circuits financiers internationaux ? Nouvel avatar délocalisé de la bulle financière ou amorce de développement financièrement assaini des pays de l'ex-Tiers-Monde ? Telles sont les questions auxquelles ce numéro s'efforce d'apporter quelques éléments de réponse, et ce, alors même que la réflexion théorique, pourtant si fertile à caractériser la dette du Tiers-Monde, se tait.

10 En guise de préambule à ce dossier, commençons par souligner les *paradoxes* que le développement des MFE (car il existe désormais un sigle, véritable acte de naissance conceptuel dans la sphère financière...) mettent en lumière. Le premier paradoxe a trait à l'originalité même du phénomène. Ce qui est présenté comme le « nec plus ultra » de la modernité financière est, en fait, un des plus vieux démons de la finance. Rien de nouveau ni de spectaculaire. La dette russe, au tournant du siècle et l'endettement de l'Amérique du Sud dans l'entre-deux-guerres devraient être là pour ramener les rêveurs dans le droit chemin. L'Histoire se répète. Jamais à l'identique certes, mais, l'Histoire étant têtue, le spectaculaire développement des MFE doit être relativisé et, pour cela, mis en perspective. A plusieurs reprises dans l'histoire, certaines économies périphériques ont connu une croissance rapide et apparemment saine. A plusieurs reprises, les mirages de la diversification des actifs ont poussé les épargnants à chercher à l'autre bout du monde une rémunération en phase avec le degré d'exotisme des placements qu'ils effectuaient. A plusieurs reprises enfin, les intermédiaires financiers ont fait payer à ces épargnants une expertise qu'ils se croyaient, à tort, détenir. Relisons nos livres d'Histoire plutôt qu'Institutional Investor. C'est moins cher, et, tout compte fait, plus rentable.

Deuxième paradoxe, bien mis en lumière par Georges Corm dans son article : les pays les moins sûrs politiquement sont souvent les plus prisés par les investisseurs. Certes, le paradoxe est poussé ici un peu loin mais force est de reconnaître que la carte des bourses émergentes et celle des pays à fort risque géostratégique se recouvrent pour partie. Le paradoxe n'est ici qu'apparent et partiel. Apparent parce qu'il n'est pas étonnant que les plaques tectoniques de la géostratégie provoquent des tensions financières qui, parfois, peuvent être, spéculation aidant, « productives ». Et partiel, parce que la corrélation n'existe parfois qu'avec un décalage de deux ou trois ans. Les marchés financiers seraient-ils d'autant plus performants que les tensions politiques (et dans certains cas, encore plus

prosaïquement, humanitaires) s'apaiseraient ? « Happy ending » qu'il serait intéressant de tester économétriquement (et pourquoi pas, pour les pays développés...). La finance, une fois de plus, précéderait-elle l'économie réelle ? Présence des marchés, simple concours de circonstance ou enchaînement causal plus complexe qui feraient correspondre (enfin) le politique et le financier ? La question mérite, à tout le moins, d'être posée.

Troisième paradoxe (et non des moindres pour des esprits financiers incurablement rationalistes) : les performances des MFE se nourrissent des imperfections de ces mêmes marchés. C'est à la fois triste et rassurant. Triste parce qu'il est triste que les fonds de pensions de l'Arkansas s'enrichissent de défauts de « corporate governance » dans le Sud qu'ils dénoncent avec de plus en plus de vigueur sur leur propre marché financier. Vérité au Nord... Mais ce phénomène est rassurant aussi car, si l'on cinématise l'analyse, nul doute que le développement même des MFE est porteur de leur modernisation. Vérité d'hier...

Quatrième paradoxe (qui, pour partie, découle du précédent) : alors que les MFE pèchent par manque de plasticité, la dette des pays qui leur ont donné le jour s'échange de manière fluide sur des marchés libres et matures. Perversion plus encore que paradoxe ; celui qui prête aux pays émergents dispose par rapport à l'actionnaire, des mêmes sûretés réelles et, en plus, Brady aidant, d'une liquidité presque totale de sa créance. L'exacte antithèse des effets de la loi de 1985 pour le banquier des PME françaises...

Paradoxes donc mais aussi et surtout *Interrogations* quant à la signification et à la portée du phénomène. A ce niveau, les choses me semblent, contre toute attente, plus simples. Deux questions seulement me semblent véritablement dignes d'intérêt :

- 1) l'explosion des MFE est-elle un phénomène durable ?
- 2) le développement des MFE conduit-il au développement tout court ?

La réponse à la première question est de nature plurielle. Les MFE ne constituent pas, nous l'avons vu, un phénomène nouveau. Les causes du phénomène sont, aujourd'hui, quant à elles, mieux cernées. Une demande de titres impulsée au Nord par la crise. Une offre oxygénée au Sud par les privatisations. Un effet d'entonnoir dû à un déséquilibre Offre/Demande et l'imperfection des marchés fait le reste. La reprise de la croissance au Nord alliée à la réduction des inégalités au Sud (en matière d'information aussi bien que de revenus) sonneraient-elles le glas des MFE ? Rien n'est moins sûr. La globalisation, qui est un phénomène à la fois nouveau et irréversible², permet de penser que la ruine des porteurs de créances

² Sauf à ce que des ruptures dans le Sud islamique, russe ou chinois remettent en cause la vague libérale dont les MFE sont à la fois les stigmates et l'un des plus sûrs garants.

russes en 1900 n'auront pas de successeurs cent ans après. Tout dépendra de la capacité des économies du Sud de tirer parti du différentiel de compétitivité qu'a, paradoxalement, créé la DIT. Pourquoi ne pas imaginer que la réindustrialisation d'une partie — même marginale sur le plan démographique — du Sud permette, dans cette zone, un développement économique durable ? L'asynchronie des crises au Nord et au Sud permettrait-elle d'envisager un mouvement de balancier du développement à l'échelle de la planète ? Non contents d'être asynchrones les cycles au Nord et au Sud seraient-ils complémentaires ?

C'est ici que doit être posée la deuxième question : le développements des MFE conduit-il au développement tout court ? La réponse à cette question dépendra de manière cruciale de la capacité d'entraînement des bourses émergentes sur l'économie réelle. Développement de l'épargne, formalisation de l'épargne informelle, amélioration du relais épargne-investissement, réduction des déficits publics : tout est possible dès lors que le développement des MFE s'effectue de manière assainie. Et qu'il contribue prioritairement à la réduction des inégalités sociales. Pourquoi ne pas imaginer aussi que l'attrait des MFE, stabilisés par une meilleure transparence et une plus grande liquidité, permette un véritable circuit financier Nord-Sud relayant le circuit Sud-Sud des années 70 (les pétrodollars) et le circuit Nord-Nord des années 80 (le déficit américain financé par l'épargne japonaise) ? Les emprunts russes n'étaient pas condamnables en eux-mêmes. Que de regrets peut-on nourrir aujourd'hui que cette dette n'ait pas enrichi et donc pacifié ceux qui allaient former l'armée bolchevique. Puisse-t-on faire que le développement des MFE, en ancrant les pays du Sud les plus productifs dans l'économie de marché, leur évite les — si souvent sanglants — bégaiements du sous-développement.

Les MFE sont à la croisée des chemins. Le scénario noir de la spéculation aussi momentanée que brutale, n'est pas le seul qu'il faille retenir. On peut espérer que le Nord saura, pour une fois, ne pas délocaliser sa plus récente innovation qu'est la bulle financière. Il est encore temps d'agir pour que le développement de la sphère financière soit relayé par l'économie réelle. Je suis conscient que les quelques idées présentées en introduction à ce dossier apportent bien peu de réponses définitives, voire même accentuent la confusion. C'est intentionnel. D'abord parce que les articles réunis ici permettent de mettre un terme à certains volets de cette confusion. Ensuite, et peut-être surtout, parce que, avant d'agir pour faire des MFE des relais de croissance, il est encore temps, et c'est tant mieux, de réfléchir...