

1. ANALYSE ÉCONOMIQUE

PROBLÉMATIQUE DES MARCHÉS DE CAPITAUX ÉMERGENTS

CHRISTIAN DE BOISSIEU*

La définition des marchés de capitaux émergents (MCE) est forcément conventionnelle. Pour la Société Financière Internationale (SFI), qui tient la meilleure base de données sur le sujet, le champ des MCE se confond avec celui des pays en développement. Hong-Kong et Singapour sont considérés par la SFI comme des marchés déjà émergés, assimilés à ceux des pays développés, alors que, par exemple, la Chine, le Brésil, Taiwan et la Corée du Sud sont rangés parmi les pays à marchés émergents. Or, si l'on s'en tient au critère de la capitalisation boursière, Taiwan atteignait à la fin de 1992 101 milliards de dollars, contre 49 milliards de dollars à la même date pour Singapour. Voilà une illustration, parmi d'autres, du caractère multi-critères de l'analyse et de l'importance, à côté des variables financières, des variables réelles (PIB par tête, rapport entre la capitalisation boursière et le PIB, etc.). Même un critère a priori fiable comme le ratio entre la capitalisation boursière et le PIB ne suffit pas à séparer nettement les marchés émergents des marchés déjà émergés : ce ratio est plus élevé en Malaisie, au Chili ou à Taiwan qu'en France ou en Allemagne.

Pour définir aujourd'hui les marchés émergents, il faut ajouter aux pays en développement les pays d'Europe de l'Est en transition vers l'économie de marché, en fait essentiellement les pays les plus avancés, membres du «Groupe de Visegrad» (Hongrie, Pologne et les deux républiques issues de la Tchécoslovaquie). Il résulte de tout cela un ensemble très hétérogène, faisant apparaître des systèmes financiers et des marchés de capitaux «à plusieurs vitesses».

L'objet de cet article est d'aborder quelques unes des grandes questions liées à l'essor et au fonctionnement des MCE. Trois points sont successivement traités :

- l'état des lieux relatif aux MCE et à leur rôle économique,

* Professeur à l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne)

- les conditions de la genèse et du développement des marchés de capitaux,
- les défis auxquels sont confrontés la plupart des MCE.

I - Etat des lieux et rôle économique des MCE

Une progression soutenue

Depuis dix ans, la capitalisation boursière des MCE a été, en valeur nominale, multipliée par dix. Leur part dans la capitalisation boursière mondiale est passée de 2,5 % en 1983 à 9 % en 1993. Cette part de marché reste encore nettement inférieure à la part que représentent les pays à MCE dans le PIB mondial (20 %). Un autre indicateur, fourni par la Fédération Internationale des Bourses de valeurs, est éclairant : en 1993, les marchés émergents accueillent 42 % du nombre d'entreprises cotées, contre 28 % en 1982. Les MCE se caractérisent également par un couple rendement-risque élevé. Si la volatilité est plus grande que sur les marchés développés, les gains à court terme sont susceptibles d'être impressionnants (certaines places financières d'Asie ont gagné entre 50 et 100 % au cours de l'année 1993 !).

14

En outre, les marchés émergents ont pris, au fil des années, une place croissante dans toute stratégie de diversification internationale des portefeuilles. Cela tient au fait qu'ils sont en général faiblement corrélés avec les marchés développés. Une exception récente est fournie par la correction sévère du marché obligataire américain de février à juin 1994, qui a provoqué, par le jeu d'un effet de levier, une secousse encore plus marquée des marchés émergents (en particulier, ceux d'Amérique latine). Entre les MCE eux-mêmes, la corrélation est souvent limitée au point de justifier une diversification des portefeuilles entre les divers marchés émergents. En la matière, des arguments de «proximité» interviennent pour créer des corrélations plus élevées entre des places financières relevant du même espace régional.

On pourrait multiplier les références chiffrées, largement convergentes. Elles fournissent des repères indispensables même si, comme on le sait, le poids de l'épargne et de la finance informelles dans nombre de pays en développement ou en transition vers l'économie de marché invalide certaines comparaisons.

L'afflux de capitaux vers les pays émergents s'est fait à la fois pour des raisons négatives (récession et dynamique des taux d'intérêt dans les pays développés) et pour des motivations positives (croissance rapide des pays émergents ; renforcement de la stabilité politique ; etc.). Il a pris la forme d'investissements directs ou d'investissements de portefeuille avec pour certaines zones -par exemple certaines places d'Asie du Sud ou du Sud-Est- une nette prédilection pour ces derniers. La ventilation des capitaux

externes entre les investissements directs et les investissements de portefeuille dépend à la fois des offreurs et des demandeurs de capitaux. En particulier, l'attitude des autorités nationales à l'égard de l'investissement direct étranger joue un rôle prépondérant.

Un rôle économique controversé

Traditionnellement, les pays en développement et les économies de commandement correspondent à des «économies d'endettement» : les financements sont pour l'essentiel intermédiés, les taux d'intérêt assez étroitement régulés, la politique monétaire centrée autour de procédures directes (encadrement du crédit...). L'essor des marchés de capitaux est l'une des composantes majeures de la déréglementation et de la libéralisation financières. Il éloigne progressivement les pays concernés du type pur de l'«économie d'endettement».

Dans la plupart des modèles économiques, la libéralisation financière est censée catalyser la croissance par plusieurs canaux : 1/ en stimulant l'épargne et l'investissement, 2/ en accroissant la productivité du capital, grâce à une meilleure sélection des projets d'investissement, 3/ en encourageant, dans l'effort total d'épargne, l'épargne financière. Tous ces canaux de transmission supposent des conditions qui ne sont pas toujours vérifiées. Ce serait certainement aller un peu vite en besogne que de les rejeter en bloc. Cependant, il faut bien constater que tant les études empiriques que les exemples historiques conduisent à nuancer les propositions précédentes.

Ainsi, le taux d'épargne des ménages dans les pays émergents comme dans les pays développés dépend beaucoup plus de la progression des revenus réels que des taux d'intérêt ou de la fiscalité. En revanche, la composition de l'épargne des ménages, en particulier sa répartition entre épargne investie en instruments financiers et épargne placée dans l'immobilier, est à titre principal influencée par les taux d'intérêt et la fiscalité.

Un autre exemple, et non des moindres, suggéré par les propositions ci-dessus concerne l'influence du taux d'épargne financière (rapport entre l'épargne financière et l'épargne privée, pour ne considérer que celle-ci). On peut penser que ce taux a une incidence sur le sentier de croissance à moyen et long terme d'une économie. Rien de tel n'est mis clairement en évidence dans les modèles de croissance ou de développement qui servent de références aux économistes. Dans ces modèles, c'est la *quantité* d'épargne (et d'investissement) qui importe, sa *quantité* -variable multidimensionnelle qui évoque aussi bien la ventilation entre épargne financière et épargne non financière que la répartition entre l'épargne courte et épargne à long terme - étant soit omise soit considérée comme marginale.

Les analyses de R. Mc. Kinnon et E. Shaw dans les années 70 ont eu le grand mérite de remettre en cause beaucoup d'idées reçues sur le rôle de la finance dans le développement, les canaux de transmission des impulsions monétaires et financières vers la sphère réelle... Elles ont débouché sur des messages clairs, sur la nécessité d'éliminer la «répression financière» et de passer à des taux d'intérêt réels positifs et sur d'autres recommandations voisines. Des messages clairs mais simplificateurs au point que les politiques économiques menées depuis le milieu des années 80 dans les pays en développement ont progressivement pris du recul vis-à-vis des analyses de la répression financière.

Il existe d'ailleurs bien d'autres canaux que ceux cités ci-dessus, qu'il faudrait parvenir à modéliser et quantifier. Par exemple, la désintermédiation créée par l'essor des marchés de capitaux, en suscitant une concurrence entre financements intermédiés et financements désintermédiés, provoque une réduction du coût d'intermédiation bancaire qui profite aux agents non financiers. Autre exemple, l'innovation financière sous-tendant les MCE est susceptible d'attirer l'épargne informelle, et de favoriser sa réintermédiation dans les circuits formels de l'épargne (cette réintermédiation existe partiellement déjà dans un certain nombre de pays africains, pour considérer cette zone, mais son potentiel n'a pas été jusqu'à présent complètement exploité).

16

Au bout du compte, une libéralisation financière bien conçue dans son rythme, dans la séquence des réformes et son contenu concret peut favoriser la croissance, mais souvent par des voies négligées par la théorie économique. Il ne faut pas s'étonner qu'au terme d'une étude sur la réforme financière en Asie, rapprochant des expériences fort différenciées du point de vue du rôle de l'Etat (la distance est grande entre le libéralisme financier de Singapour et l'interventionnisme étatique en Corée du Sud), P. Andersen vient à la conclusion que «globalement parlant, les réformes financières dans les pays d'Asie ne semblent pas avoir fourni de stimulant significatif à la croissance réelle»¹. Le propos est un peu accentué, mais il a l'intérêt de nous rappeler ce que l'on est en droit d'espérer et ce qu'il ne faut pas attendre de la réforme financière.

II - Conditions du développement des MCE

De bonnes perspectives de croissance économique et la stabilité politique sont évidemment les meilleurs atouts pour les MCE. Au-delà, interviennent plusieurs facteurs -le processus d'innovation financière, la politi-

¹ Palle Andersen, «Economic Growth and Financial Markets. The Experience of Four Asian Countries», in R. O'Brien (ed.), Finance and the International Economy, volume 7, *The Amex Bank Review*, Oxford University Press, 1993.

que de taux d'intérêt et la politique fiscale, les privatisations- dont il ne faudrait pas sous-estimer la fonction.

La séquence de l'innovation financière

L'innovation financière est à prendre en considération dans toutes ses dimensions.

L'incorporation des nouvelles technologies financières, assurant par exemple la mise en oeuvre de systèmes de règlement-livraison, est indispensable au décollage et à la croissance des marchés de capitaux. Quant aux nouveaux instruments financiers, ils sous-tendent la notion même de MCE. Sur certains points, les phases de la séquence souhaitable sont évidentes : il paraît délicat de prétendre promouvoir un marché financier dans un pays ou dans une zone régionale si le socle fourni par un marché monétaire actif et résilient n'existe pas. Il paraît également irréaliste de prétendre lancer des marchés dérivés (*futures*, options, swaps...), qu'ils soient organisés ou de gré à gré, avant que les transactions sur les marchés au comptant (marchés des «sous-jacents») n'aient atteint un certain seuil. Sur d'autres aspects, la question de la séquence soulève des controverses et justifie, plutôt qu'une réponse dogmatique, une approche au cas par cas. Trois exemples permettent de l'illustrer.

1) Si le choix se pose, faut-il commencer par créer un marché obligataire ou bien privilégier le marché des actions ? Dans nombre de pays asiatiques, le marché obligataire reste aujourd'hui sous-calibré par rapport aux autres marchés de capitaux. Cela tient, entre autres raisons, à la bonne situation des finances publiques et à la modestie des déficits budgétaires. Ces déficits, dans les pays où ils sont plus amples, sont susceptibles de nuire à la stabilité macro-économique. Mais ils ont aussi l'avantage - à quelque chose malheur est bon !-, à condition d'être financés par des emprunts du Trésor sur les marchés de capitaux, d'alimenter le marché primaire et le marché secondaire en titres financiers. Une telle séquence vertueuse ne peut se dérouler que si la dette publique fait naître des «effets d'entraînement» («crowding in») sur les émetteurs privés, et non des «effets d'éviction» («crowding-out»). Elle nécessite aussi que la signature de l'Etat soit jugée crédible et attractive par les marchés.

Dans nombre de pays africains, la lenteur des privatisations et les réticences des entreprises privées à ouvrir leur capital inciteraient à privilégier aujourd'hui l'essor du marché obligataire, en en faisant le catalyseur du décollage du marché des actions. Mais plusieurs conditions nécessaires, mais pas suffisantes, doivent être remplies.

- Entre le déficit budgétaire non soutenable (parce qu'il s'auto-alimente de façon explosive à terme) et le déficit souhaitable qui fournit un gisement de titres au marché financier, la frontière est ténue. Nombre de pays

africains ont dépassé le seuil du souhaitable pour rentrer dans la zone du non soutenable.

- Dans un pays où l'Etat accumule des arriérés de paiement intérieurs vis-à-vis des agents privés (ses fournisseurs dans les marchés publics, etc.), il lui est pratiquement impossible d'émettre du papier, sous forme de bons du Trésor, d'emprunts à moyen ou long terme... Car, dans un tel contexte, l'Etat n'est pas crédible comme emprunteur et sa signature, au lieu d'être considérée comme la moins risquée, est affectée d'une prime de risque.

Ce qui prévaut dans beaucoup de pays africains s'applique également aujourd'hui en Russie et dans les autres républiques de la CEI. En Russie, par exemple, l'Etat a lancé des émissions de bons du Trésor depuis avril 1993, des emprunts obligataires depuis plus longtemps. Le placement de ces titres, même auprès des banques, n'a pas été sans problème, compte tenu du poids des arriérés de paiement de l'Etat.

2) Faut-il, durant les premiers stades de l'émergence des marchés de capitaux, favoriser la création de centres «off-shore» bénéficiant des avantages de la déréglementation et de la détaxation ? Telle a été en tout cas la stratégie mise en oeuvre par plusieurs places financières, qui ont axé leur décollage autour du marché off-shore (un exemple parmi beaucoup d'autres : celui de Tunis). On comprend aisément la rationalité d'une telle démarche, si l'on perçoit que, dans un pays émergent, la création d'un centre off-shore remplisse une fonction «pédagogique», qu'elle facilite l'apprentissage de la déréglementation et de la libéralisation financière. Une illustration très actuelle est fournie par la constitution de marchés financiers «off-shore» dans les zones économiques spéciales en Chine, particulièrement dans la zone de Shenzhen, dans un contexte où les marchés «on-shore» restent encore, en valeur absolue et en valeur relative, modiques : à la fin de 1992, la capitalisation boursière en Chine n'était que de 18 milliards de dollars, soit seulement 4 % du PIB. Cette stratégie de libéralisation financière par parties et, si possible, par contagion progressive (des marchés «off-shore» vers les marchés «on-shore»), qui prévaut aussi bien à Shenzhen qu'à Tunis et dans nombre d'autres places financières, relève clairement du gradualisme plus que de la «thérapie de choc».

Avec la généralisation de la déréglementation et le passage à une situation de parfaite mobilité du capital qui pousse à une «déréglementation compétitive» (chaque pays ou chaque centre financier participant à la surenchère pour attirer de l'épargne, éviter des phénomènes de délocalisation d'activités à son détriment...) et à une large réduction de la fiscalité de l'épargne, les avantages comparatifs des places «off-shore» tendent à se réduire. Par mimétisme et par nécessité (cf. l'argument évoqué de la «déréglementation compétitive»), les marchés de capitaux «on-shore» veulent bénéficier des mêmes privilèges fiscaux et réglementaires que les places «off-shore».

3) Pour le marché des actions, quelle séquence retenir pour la création d'un second marché boursier («unlisted security market») ? Dans les pays développés, le second marché boursier a été mis en place après le premier marché, pour attirer des PME-PMI performantes désireuses d'ouvrir leur capital (en France, ce second marché a été créé en 1983). Dans nombre de pays en voie de développement, les PME représentent une proportion élevée de la production totale. Elles ont besoin de fonds propres, mais désirent ouvrir leur capital sans remettre en cause la structure de la propriété (souvent de nature familiale) dans l'entreprise. Une formule comme le second marché boursier répond à ces exigences. On conçoit que, dans certains MCE, il soit mis en place en même temps que le premier marché ou même avant lui. Mais pour éviter des accidents qui pourraient durablement miner la confiance des épargnants, il faut dans ce cas être relativement exigeant sur les réglementations applicables au second marché. Pour être concret, dans des pays comme le Maroc ou la Tunisie, le poids des PME fournit un gisement qui confère au second marché un potentiel que n'a pas encore acquis le premier marché boursier.

Taux d'intérêt et fiscalité

Le décollage des marchés de capitaux dans un pays qui, au départ, est proche d'une «économie d'endettement», doit s'appuyer sur une politique active des taux d'intérêt et de la fiscalité financière.

Le passage à des taux réels significativement positifs est une condition nécessaire, mais pas suffisante, pour l'essor de la finance directe. Les taux réels positifs accompagnent souvent les processus de désinflation, qui laissent également espérer des réductions des taux d'intérêt nominaux, donc des plus-values en capital importantes sur les titres financiers à taux fixe et à échéance éloignée. Comme indiqué, l'augmentation des taux réels n'a pas d'effet indiscutable sur le taux d'épargne privée (entreprises et particuliers). Tout dépend de la manière dont se composent effet-revenu et effet-substitution. Cependant, cette augmentation influence la ventilation de l'épargne privée entre l'épargne mobilière et l'épargne immobilière. Dans certains pays émergents, le relèvement des taux réels a été trop brutal, au point de décourager durablement la formation de capital et de susciter une hypertrophie de la sphère financière. Il faut éliminer les situations de «répression financière» (caractérisées en particulier par des taux réels structurellement négatifs), en préférant en règle générale le gradualisme à la thérapie de choc.

La courbe des taux d'intérêt doit être nettement positive, intégrant des primes de risque substantielles dans les taux longs, afin de permettre l'essor des marchés financiers. Cette condition est loin d'être respectée dans les pays en développement ou les pays de l'Est. La structure des taux,

lorsqu'elle existe, est souvent plate ; elle ne rémunère pas la prise de risques.

Quant à la fiscalité, il est souvent affirmé qu'elle doit viser avant tout la neutralité, c'est-à-dire ne pas chercher à moduler les choix de portefeuille des agents privés. Autant la neutralité de la fiscalité financière peut avoir un sens dans des pays à marchés déjà développés, autant elle n'en a guère pour les MCE. Il faut au contraire, pendant la phase d'émergence, utiliser activement la fiscalité de l'épargne pour creuser la pente de la courbe des taux d'intérêt (la courbe des taux réels après impôts doit être nettement plus marquée que la courbe des taux avant impôts) et consolider l'épargne privée. Là encore, dans nombre de pays en développement, même ceux à revenu intermédiaire, la fiscalité est beaucoup plus utilisée pour introduire des distorsions de concurrence entre les emprunts du Trésor et les emprunts privés (au profit des premiers) que pour favoriser les placements longs au détriment de l'épargne liquide.

La dimension financière des privatisations

Les privatisations catalysent l'émergence d'un marché des actions, mais en même temps elles ne peuvent réussir que si le marché a déjà atteint une taille critique. Elles alimentent l'offre de titres financiers, mais il faut compter sur d'autres instruments pour stimuler la demande.

20

La forme des privatisations conditionne en grand partie leur impact financier. Parmi les éléments déterminants, on peut citer :

- l'éventuel recours à des coupons («vouchers») largement distribués, et l'information fournie par l'évolution de leurs cours sur le marché secondaire,

- la structure du capital des entreprises privatisées. Ainsi, les conditions d'entrée des capitaux étrangers dans les firmes privatisées sont plus ou moins souples selon les pays. Très souvent, pendant la première phase de la privatisation, la participation des capitaux étrangers est extrêmement contrainte, avant d'être par la suite assouplie. Un autre aspect, qui conditionne la capacité pour la privatisation de se traduire par une recapitalisation des entreprises, concerne la part du capital détenue par le personnel. Par exemple, en Russie et dans plusieurs autres républiques de la CEI, la première phase de la privatisation a pris, dans la plupart des cas, la forme de RES, le personnel (y compris les dirigeants) détenant 51 %, voire 100 % du capital. Dans un deuxième temps, la part du personnel va devenir minoritaire pour permettre l'entrée de capitaux étrangers et d'investisseurs institutionnels domestiques.

- la séquence instaurée entre la «petite» privatisation, celle des PME et des entreprises individuelles, et la «grande» privatisation. Seule cette dernière est à même de contribuer à la croissance des MCE.

Dans de nombreux pays en développement ou en transition vers

l'économie de marché, la privatisation est intervenue avant la restructuration des firmes, au risque de fragiliser le marché des actions. Pour le stabiliser, certaines mesures préalables de restructuration (et de restauration de la profitabilité) doivent être appliquées, mais il faut aussi ne pas reproduire, à propos de la séquence privatisation/restructuration, l'éternelle histoire de la poule et de l'oeuf.

III - Les défis à relever

La taille critique des MCE

Les grandes places financières d'Asie ont, chacune, des capitalisations boursières dépassant 100 milliards de dollars américains, et pour certaines d'entre elles proches de 200 milliards (à l'exception de Singapour qui, à la fin de 1992, était à 49 milliards de dollars). De même, le Mexique paraît avoir déjà atteint la taille à partir de laquelle les cercles vertueux remplacent certains cercles vicieux, avec une capitalisation de 140 milliards de dollars (à la même date). Pour ces pays et leurs places financières, une stratégie au départ nationale a un sens et une raison d'être. Pour beaucoup d'autres MCE, l'atteinte de la taille critique est encore très éloignée. Il leur reste du chemin à parcourir pour exploiter des gisements d'économies d'échelle (liées à la taille) et d'économies d'envergure («scope economies») (résultant, sous certaines hypothèses, de la diversification). Compte tenu de l'essor de l'intégration régionale dans l'économie mondiale (en Amérique avec l'ALENA qui risque de s'étendre progressivement à l'Amérique du Sud, en Europe, en Asie), la stratégie de beaucoup de MCE doit désormais s'inscrire dans une logique de régionalisation. Une contrainte forte est que l'intégration financière au plan régional reste compatible avec la libéralisation mondiale des services financiers mise en oeuvre dans le cadre du GATT et de la future Organisation Mondiale du Commerce. Une illustration très actuelle de l'approche régionale est fournie par les pays de la zone franc. Fonctionnant sur une base nationale, la bourse d'Abidjan n'a pas réussi à atteindre la taille critique. C'est la raison pour laquelle, dans le contexte de l'Union économique et monétaire Ouest-Africaine (UEMOA), il est prévu de promouvoir un marché financier régional, qui permettrait de relancer la place d'Abidjan sur d'autres bases. Ce projet doit être articulé avec d'autres initiatives déjà concrétisées (mises en place d'une Commission bancaire régionale, dans le cadre de l'Union monétaire Ouest-Africaine, etc.).

21

Renforcer la liquidité des MCE

L'excès de volatilité des MCE par rapport aux marchés développés reflète leur insuffisance de liquidité. Les MCE sont spécialement exposés à

des phénomènes de «surréaction» («overshooting») susceptibles d'attirer les spéculateurs, mais aussi de décourager des investissements directs ou des investissements de portefeuille dotés d'un horizon plus long que celui de la spéculation à court terme. Dans les arbitrages entre places financières, les investisseurs tiennent compte des taux d'intérêt proposés, du risque de change, de la fiscalité, du caractère plus ou moins attractif des instruments offerts, mais aussi de la liquidité anticipée (c'est-à-dire de leur capacité à monétiser leurs placements rapidement et sans pertes importantes sur la valeur en capital). De quoi dépend l'anticipation de liquidité ? Principalement, mais pas uniquement, de la liquidité constatée aujourd'hui et dans les périodes passées. Sous cet angle, les crises de liquidité enregistrées sur certains MCE à l'occasion du maxi-krach d'octobre 1987, du mini-krach d'octobre 1989 ou plus récemment des secousses sur le marché obligataire américain laissent dans les esprits des traces qui vont bien au-delà de l'inscription de ces événements dans le temps. Or, il faut craindre que les épargnants attirés sur des MCE se retrouvent, faute de contrepartie et de liquidité, pris au piège de leurs investissements, qu'ils perdent confiance et qu'ils mettent beaucoup de temps à revenir investir sur les marchés. Parmi les mesures susceptibles de renforcer la liquidité des MCE, il faut citer :

22

- l'assainissement des investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, organismes de sécurité sociale, etc.), mal en points dans beaucoup de pays émergents. En Afrique, en Asie, en Amérique latine, la priorité a été, à juste titre, accordée à la restructuration de systèmes bancaires qui se trouvaient en pleine détresse. On ne peut prétendre fonder l'essor des marchés de capitaux sur la détresse des banques, et la restructuration bancaire était certainement l'une des toutes premières étapes de la libéralisation financière. Il faut, dans beaucoup de pays, désormais réaliser pour les compagnies d'assurance, les caisses de retraite, etc., ce qui a été fait pour les banques, et compter sur ces investisseurs institutionnels pour animer les marchés secondaires, améliorer la liquidité des placements et de ce fait contenir un peu la volatilité des cours.

- l'essor de l'épargne collective, avec des formules simples et bien rodées dans les pays développés comme les SICAV, les fonds communs de placement, etc. La gestion collective permet de mutualiser et diversifier les risques, de limiter les conséquences de l'asymétrie d'information entre les prêteurs et les emprunteurs, de fournir certaines garanties sur la liquidité des placements. Si les formules collectives existent sur les MCE les plus avancés, elles ont du mal à s'imposer dans les autres. Pour s'en tenir au cas de l'Afrique, le Maroc et la Tunisie n'ont effectivement introduit que récemment les SICAV (alors que les projets existaient depuis plus de dix ans), et des pays à revenu intermédiaire comme le Sénégal, la Côte d'Ivoire ou le Cameroun en sont encore à la phase exploratoire.

Concurrence et compétitivité des MCE

Avec une globalisation et une concurrence mondiale, les MCE sont confrontés à un double défi concurrentiel : entre eux, et vis-à-vis des marchés développés. Les éléments de compétitivité d'un système bancaire et financier, d'une place financière, sont assez bien répertoriés. A la liste déjà évoquée -taux d'intérêt, fiscalité, «menu» d'instruments financiers, liquidité, etc.- il faut ajouter l'argument des coûts unitaires de transaction (eux-mêmes liés à la taille du marché), et celui de la crédibilité et de l'efficacité du cadre réglementaire.

Les MCE s'inscrivent dans la même logique que celle touchant les places financières du Vieux Continent avec la mise en place du marché unique européen. Dans un premier temps, chaque MCE joue le jeu d'une large diversification en élargissant la gamme des instruments offerts (des marchés au comptant vers les marchés à terme, des produits simples aux instruments hybrides...). Par analogie avec la banque universelle, on pourrait dire que chaque marché prétend devenir «universel». Puis, dans une seconde phase qui n'est pas encore amorcée pour de nombreux MCE, la règle des avantages comparatifs et le principe de la division du travail prévalent. Des marchés au départ universels réduisent leur degré de diversification ; ils deviennent multi-spécialisés, c'est-à-dire compétitifs sur un nombre limité d'instruments et de compartiments. Seules quelques grandes places financières mondiales ont vocation à être durablement universelles.

23

Les exigences réglementaires

Le cadre réglementaire est un élément essentiel de la concurrence et de la compétitivité des systèmes financiers. Deux forces jouent dans des sens opposés : d'un côté, la parfaite mobilité du capital pousse à une «déréglementation compétitive», c'est-à-dire à la surenchère et à l'alignement sur le mieux-disant ; de l'autre, la crédibilité d'un système bancaire et d'une place financière est directement liée à la transparence et à l'efficacité des règles prudentielles appliquées. Comment trouver le point d'équilibre ? Les forces du marché alimentent la «déréglementation compétitive», mais les exercices de coordination internationale dans le cadre d'organismes internationaux (OCDE, Banque des règlements internationaux...) ou professionnels (Fédération Internationale des Bourses de Valeurs...) permettent, sur certaines questions essentielles, de limiter la surenchère et le jeu de l'alignement sur le mieux-disant. Deux recommandations paraissent, aujourd'hui, incontournables :

1) Il faut trouver la manière d'associer les pays émergents aux travaux de coordination menés par les organismes internationaux (en particulier par la BRI).

2) Le contrôle prudentiel mis en oeuvre doit être d'autant plus exigeant que la libéralisation financière est ambitieuse et rapide. Dans les années 80, de nombreuses crises bancaires et financières sont nées d'un décalage flagrant entre libéralisation financière et contrôle prudentiel. Les règles prudentielles dans les MCE doivent être, sur de nombreux aspects, alignées sur celles pratiquées sur les marchés développés. Elles doivent être complétées par des exigences aussi fortes en matière de transparence de l'information (l'asymétrie d'information est, au départ, plus intense sur les MCE que sur les marchés déjà émergés), de délits d'initiés et, plus généralement, de déontologie.