



CONTRIBUTION DES BOURSES DE VALEURS À LA RECONSTRUCTION ÉCONOMIQUE DES PAYS D'EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

WIESLAW ROZLUCKI *

Cet article décrit le développement des marchés de capitaux dans les nouveaux adhérents d'Europe Centrale et Orientale à l'Union européenne, et évoque leur situation actuelle et les défis qui les attendent.

CONTEXTE HISTORIQUE

Pour commencer, il faut rappeler que l'histoire des Bourses de valeurs d'Europe Centrale et Orientale remonte au XIX^{ème} siècle, avec la création officielle de Bourses de valeurs dans les principales capitales de cette région (Varsovie 1817, Prague 1861, Budapest 1864). À la suite de la Seconde guerre mondiale et de l'économie à planification centralisée imposée par les Soviétiques, le développement naturel des marchés de capitaux dans les pays européens situés derrière le Rideau de fer a été interrompu pendant un demi-siècle. Même dans les pays communistes les moins autoritaires (Hongrie, Pologne), où certaines formes d'économie de marché étaient tolérées, les Bourses de valeurs étaient traitées comme des symboles capitalistes et donc interdites.

Ce n'est qu'à la fin des années 1980, quelques années avant l'effondrement du communisme dans la région, que quelques concepts et expériences ont été introduits. En Pologne, Szomburg et Lewandowski ont proposé un projet de privatisation de masse basé sur des coupons

* Président directeur général de la Bourse de Varsovie.
La traduction de cet article a été effectuée par Pierre Requette.

en 1988, et en Hongrie un marché obligatoire semi-officiel a été créé en 1986.

Il n'y eut cependant guère d'activité tant que le système communiste est resté en place. La percée politique qui a commencé en Pologne en juin 1989 et qui fut rapidement suivie par la chute du Mur de Berlin et l'effondrement des régimes communistes dans la région, a ouvert la voie à la renaissance des marchés de capitaux en Europe Centrale et Orientale. Dans tous les pays de la région, les Bourses de valeurs ont rapidement été établies, ou plutôt rétablies (Lioubliana 1990, Budapest 1990, Varsovie 1991, Prague 1993, Bratislava 1993).

La première séance de négociation d'actions d'une société privée a eu lieu le 19 juin 1990 à la Bourse de Budapest. Malgré un démarrage rapide, l'avenir des marchés de capitaux en Europe Centrale, leur forme et leur structure étaient alors loin d'être claires.

Il existait deux conceptions principales sur le développement des marchés d'actions dans un environnement post-communiste :

- 1 - des marchés d'actions individuels cotant des entreprises, sur la base de prospectus et de publications périodiques des résultats ;
- 2 - une privatisation massive par coupons, hors de marchés régulés.

La première méthode a été retenue par la Hongrie et la Pologne, la deuxième par la Tchécoslovaquie et, sous une forme moins rigoureuse, par d'autres pays de la région.

Après 15 années de transition, l'ardent débat sur la meilleure manière de développer les marchés de capitaux n'a plus qu'un intérêt historique.

L'expérience de la privatisation de masse, et ses résultats très inégaux, a été limitée au processus de privatisation lui-même et, contrairement aux recommandations de ses partisans initiaux, n'a pas été étendue aux marchés secondaires. En d'autres termes, les marchés contemporains en Europe Centrale et Orientale, bien que plus petits et moins mûrs que leurs homologues occidentaux, sont aujourd'hui régis par les mêmes normes fondamentales que les marchés réglementés européens. Pour les questions d'argent, les possibilités d'expérimentation se sont avérées limitées.

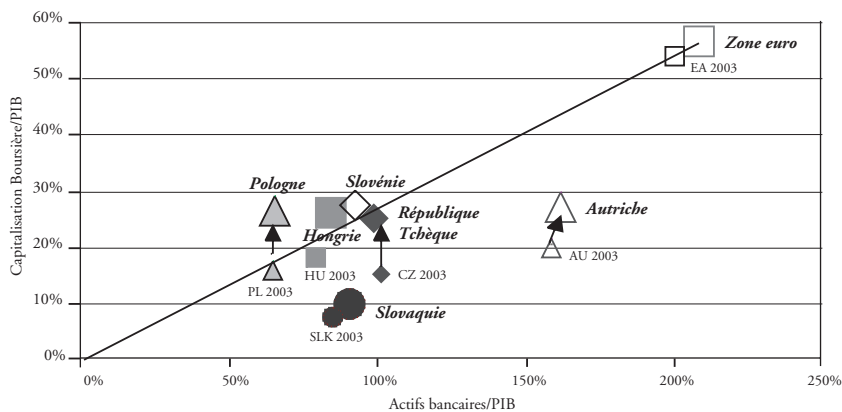
MARCHÉS D'ACTION ET INFRASTRUCTURE FINANCIÈRE

Dans chaque pays, le développement des marchés de capitaux doit être analysé comme un important composant du secteur financier. Dans les pays à économie planifiée l'intermédiation financière était très limitée. Réduite aux secteurs de la banque et de l'assurance, elle a joué un rôle marginal dans l'exécution des plans économiques élaborés de manière centralisée.

Si nous comparons la taille et la maturité des infrastructures financières en Europe Centrale et Orientale aujourd'hui et il y a 15 ans,

nous voyons deux mondes différents. Il faut, toutefois, se demander comment elles se comparent à leurs homologues d'Europe Occidentale, qui ont également connu une croissance très rapide.

Graphique n° 1
Marchés d'actions vs. secteur bancaire
(2003-2004)



Sources : Banques centrales, Services statistiques, FESE, Eurostat.

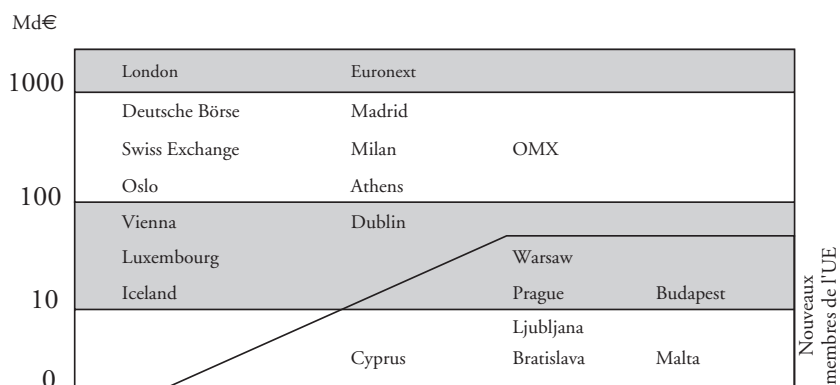
3

Le graphique n° 1 montre les positions relatives des pays d'Europe Centrale par rapport à la zone euro. On peut voir que la taille du secteur financier est encore assez petite. Lorsque l'on compare la taille des marchés de capitaux et du secteur bancaire avec le PIB de chaque pays, nous voyons que les chiffres relatifs respectifs sont deux à trois fois plus petits que ceux de la zone euro.

Une autre caractéristique intéressante de ce graphique apparaît lorsque l'on compare la taille relative des marchés de capitaux à celle du secteur bancaire. La ligne droite montre la proportion relative des deux secteurs dans la zone euro. Les pays situés au-dessus de la ligne ont des marchés de capitaux relativement plus développés par rapport au secteur bancaire. Ceux situés en dessous de la ligne ont une situation inverse¹.

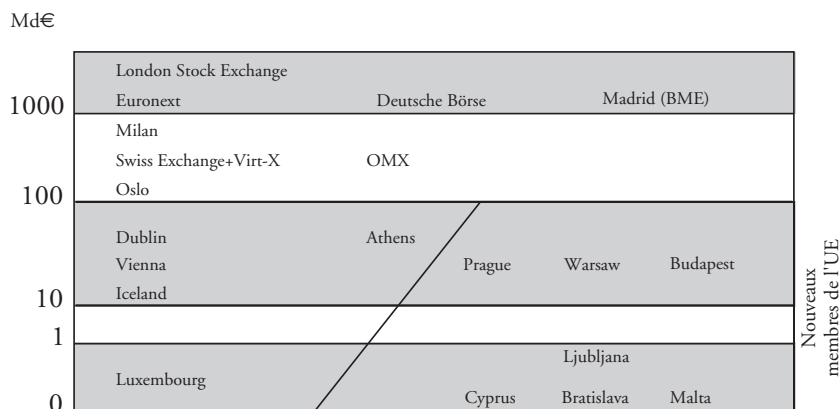
Pour évaluer avec plus de précision l'importance des marchés de capitaux, d'autres critères doivent également être pris en compte. L'un d'eux est le nombre des sociétés cotées et des introductions en Bourse. Dans ce domaine important, la Bourse de Varsovie, la plus grande de la région, se situe bien par rapport aux critères européens. En 2004 elle se classait parmi les trois premières Bourses européennes, avec le London Stock Exchange et Euronext pour le nombre et la valeur des introductions en Bourse. En octobre 2005 le nombre de sociétés cotées à Varsovie a atteint les 250.

Graphique n° 2 Capitalisation des entreprises nationales (juillet 2005)



Source : FESE.

Graphique n° 3 Volume des transactions sur actions (En année mobile, août 2004 - juillet 2005)



Source : FESE.

Ces chiffres montrent que les Bourses d'Europe Centrale et Orientale commencent à devenir des centres importants dans le Marché financier unique européen.

Les marchés d'actions ont aussi contribué par d'autres voies au développement de leurs économies nationales. La plus importante est le domaine de la création de standards. Le bien le plus précieux de tout



marché est la confiance qu'éprouvent ses participants. Celle-ci doit être fondée sur des standards d'information (*disclosure*), de publication (des résultats) et d'audit. En Pologne, la Bourse de Varsovie et la Commission des valeurs et du marché (Securities and Exchange Commission) ont été les fers de lance dans la promotion de standards de comptabilité et d'audit, y compris les standards internationaux. Les effets de ces développements se sont fait sentir bien au-delà des sociétés cotées, elles ont fortement amélioré les standards dans le pays.

C'est également le cas dans le domaine de l'IFRS (International Financial Reporting Standards) et de la gouvernance d'entreprise. Ce sont les sociétés cotées qui ont introduit l'IFRS en Pologne, et certains de ces standards seront également utilisés par des sociétés non cotées.

On peut dire la même chose à propos de la gouvernance d'entreprise. La Bourse de Varsovie a instauré un Code de bonnes pratiques pour les sociétés cotées en 2002. Il comporte 48 règles. Les sociétés sont tenues de les respecter ou d'expliquer pourquoi elles ne le font pas. Plus important encore, après l'expérience réussie de ces règles de gouvernance, des codes similaires sont en préparation pour d'autres institutions et organismes polonais.

Une Bourse de valeurs ne devrait donc pas être considérée seulement comme une plate-forme de négociation, mais aussi comme une institution de référence pour un domaine beaucoup plus vaste de l'activité économique et sociale.

L'EUROPE CENTRALE ET LE MARCHÉ FINANCIER UNIQUE

La transition de l'économie planifiée à une économie de marché arrive à son terme, et le rôle des marchés d'actions nationaux, qui était de faciliter la restructuration économique et sociale du pays, devient de plus en plus celui d'une Bourse dans une économie de marché.

L'accession à l'Union européenne a augmenté la pression concurrentielle sur les marchés boursiers nationaux. Les marchés d'actions doivent devenir plus efficaces et dynamiques s'ils veulent survivre dans un environnement concurrentiel. Ils doivent fonctionner comme des entreprises commerciales, plutôt que comme des institutions de service.

Ce processus amène inévitablement à la question des économies d'échelles. Dans la mesure où le fonctionnement d'un marché d'actions est une entreprise aux coûts relativement fixes, la nécessité d'un accroissement du volume des échanges s'impose d'elle-même. Comme il existe dans chaque pays de la région un marché national dominant, la seule manière d'augmenter la taille des opérations est l'expansion au plan international. Cette orientation est encouragée par la levée progressive des barrières et l'harmonisation des régulations au sein de l'UE.



En dépit de forces puissantes en faveur de la concentration des plateformes de négociation, il existe encore d'importants facteurs favorables à un regroupement des marchés à l'intérieur des frontières nationales. Certaines fonctions comme la contrepartie, la compensation et le règlement sont régies par les économies d'échelle, et d'autres, comme la cotation, la surveillance du marché et la formation des investisseurs sont plus efficaces dans un cadre national.

L'inévitable intégration des marchés d'actions européens ne sera pas un processus linéaire. La future architecture d'un marché unique sera complexe.

Les marchés d'actions en Europe Centrale et Orientale sont déjà confrontés à de nouveaux défis. S'ils n'ont pas encore atteint complètement la maturité dans leur propre pays, ils se préparent à l'intégration et à la concentration du marché européen. Les marchés relativement petits ont été les premiers à ressentir cette pression. Les Bourses d'Estonie, de Lettonie et de Lituanie ont été absorbées par le marché scandinave OMX. La Bourse de Budapest est déjà contrôlée par les banques autrichiennes et la Bourse de Vienne. D'autres marchés sont moins pressés, voire plus réticents, à s'associer à d'autres marchés. La Bourse de Prague et ses actionnaires ont jusqu'ici rejeté toute idée de regroupement international. En Pologne, la privatisation de la Bourse de Varsovie a commencé et doit aboutir en 2006. À ce stade, cependant, on ne sait pas encore quelle méthode sera choisie : une cotation sur le marché ou une alliance stratégique.

On peut voir que les différents marchés d'Europe Centrale et Orientale ont réagi de manières différentes aux défis qui se posaient à eux. Grâce au récent marché haussier qu'a connu la région, la nécessité de prendre des décisions difficiles ne se fait pas trop pressante. Mais les pressions iront en augmentant, notamment si le secteur boursier européen poursuit sa concentration, et si les pays de la région adoptent l'euro comme prévu dans les années 2008-2010.

En conclusion, on peut dire que dans les 5 prochaines années, il faut s'attendre à une poursuite de la concentration des marchés d'Europe centrale, à la fois dans la région et à l'échelle de l'Europe. Cependant, le principe de subsidiarité s'appliquera, dans une certaine mesure, aux marchés d'actions, et fera en sorte que certaines fonctions et structures subsisteront au niveau national.

NOTE

1. L'incorporation des pays qui ne sont pas dans la zone euro à la moyenne européenne déplacerait la droite dans la direction des marchés de capitaux.