



# LES MARCHÉS BOURSIERS D'EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE ET LEUR ENVIRONNEMENT : UNE TRANSITION INACHEVÉE

PATRICK MORDACQ \*

**P**our les bourses occidentales, la décennie qui vient de s'achever a été marquée par trois tendances fortes, la globalisation financière, la rapidité de l'évolution technologique et l'ampleur des mutations de structure dont témoignent les opérations en cours de démutualisation, privatisation et concentration des marchés.

Durant cette période, les pays d'Europe de l'Est en transition ont dû faire face à des problèmes d'une tout autre nature : ils devaient, à partir de zéro, recréer des institutions, mécanismes et métiers abandonnés depuis un demi-siècle. Les résultats obtenus sont très variables selon les pays, mais partout le développement des marchés boursiers est en retard dans le processus de transition alors même qu'il doit y jouer un rôle essentiel. Ce décalage n'est pas étonnant si l'on considère les bouleversements entraînés par la stabilisation et les difficultés que rencontre encore le renforcement des institutions.

Pour ces marchés qui se consolident et dont les plus évolués commencent à converger avec ceux de l'Ouest, les mutations à venir sont également importantes : ils doivent renforcer leur rôle d'intermédiation financière au service de la croissance économique tout en s'intégrant davantage dans un environnement international lui-même en rapide évolution.

## *DES BOURSES AU RÔLE ENCORE MODESTE ET AU DÉVELOPPEMENT CONTRASTÉ*

Dans la plupart des pays d'Europe Centrale et Orientale, le développement de systèmes financiers reste en retard par rapport à l'économie

\* Conseiller maître à la Cour des comptes, ancien administrateur pour la France de la BERD, ancien Secrétaire général de la COB.



réelle, avec une intermédiation financière représentant entre 5 et 50 % du PNB ; le crédit bancaire y tient une place prépondérante et le rôle des bourses est encore restreint<sup>1</sup>.

Rapportée au produit national, la capitalisation de ces bourses était fin 2000 faible par comparaison avec les pays développés occidentaux<sup>2</sup>. Mais ce ratio est peu représentatif de la consistance des bourses et de leur rôle économique : sur la bourse de Varsovie, où la capitalisation boursière ne représentait que 14 % du PNB à fin 2000, les deux cents et quelques valeurs inscrites sur les divers compartiments de la cote ont été introduites en bonne et due forme et sont effectivement négociées ; en revanche, à Bratislava ou à Vilnius, ou même encore à Prague, où les ratios sont respectivement de 16, 30 et 19 %, la capitalisation est encore gonflée par des valeurs qui ne sont que formellement inscrites à la cote. La diminution du nombre de titres cotés, si elle réduit apparemment la capitalisation, traduit un assainissement. Il reste qu'à l'exception de la Pologne et de la Hongrie, les appels au marché ne satisfont qu'une part mineure des besoins en fonds propres ; les cessions de blocs à des investisseurs étrangers ne passent généralement pas en bourse ; enfin, les émissions obligataires du secteur privé sont en nombre limité, voire inexistantes sur certaines Places.

La liquidité est faible ; l'activité se concentre presque partout sur un petit nombre de valeurs qui « font le marché » ; en moyenne, le volume des transactions rapporté à la capitalisation est peu élevé ; ainsi en 1999, seules trois places (93 % en Hongrie, 81 % en République tchèque et 69 % en Pologne) se comparaient favorablement à l'Amérique Latine (50 % en moyenne). Ce ratio était inférieur à 10 % en Bulgarie, Roumanie ou Lituanie.

L'intégration internationale reste limitée. Les flux d'investissements de portefeuille tiennent une place encore peu significative ; en 2000 pour la région<sup>3</sup>, ils représentaient, avec 1,6 Md \$, de l'ordre de 8 % des apports de capitaux extérieurs dont, pourtant, ces économies en transition restent encore structurellement dépendantes. Ces mouvements se concentrent sur quelques places et un nombre limité de titres.

En définitive, le paysage n'est guère homogène : certains marchés, moins par leur taille que par les progrès accomplis dans leur organisation, manifestent un degré de maturité qui les rapproche des bourses d'Europe de l'Ouest. C'est notamment le cas de Varsovie dont la capitalisation boursière a pu, l'année dernière, dépasser celle de Vienne et, dans une moindre mesure, de Budapest et de Prague. Ces trois Places représentent les trois-quarts de la capitalisation de la région<sup>4</sup>. Les autres Places souffrent de handicaps variés qui traduisent un retard général dans la transition financière.



Cette diversité reflète à la fois les conditions de la mise en place des bourses à la suite des privatisations et la qualité variable de leur environnement économique et institutionnel.

### *LA PRIVATISATION ET LA NAISSANCE DES BOURSES*

Avant l'installation des régimes communistes, des bourses existaient dans tous les pays de l'Est, souvent depuis le XIX<sup>ème</sup> siècle. Supprimées par ces régimes, elles se sont recrées dans les premières années de la transition, en bénéficiant assez souvent de l'aide de bourses occidentales. Varsovie, ainsi que Prague, Vilnius et Riga ont à l'origine bénéficié de l'appui technique de l'organisation de marché et du dépositaire français. Mais c'est une organisation de banque universelle qui s'est, de fait, mise en place au début de la transition. C'est en effet à partir de l'activité des banques d'État que se sont établies à partir de 1990, mais parfois dès les années 1980 (en Hongrie, puis en Pologne) les premières bases d'un nouveau système financier par la séparation des fonctions de Banque centrale et des activités commerciales.

Les bourses n'ont véritablement commencé à fonctionner que dans le sillage de la privatisation : celle-ci, à travers ses modalités de mise en œuvre, a largement déterminé leur organisation au départ, en particulier selon que la privatisation de masse a été ou non le mécanisme prépondérant.

Dans ce qui était encore la Tchécoslovaquie, en Lettonie et en Lituanie ainsi qu'en Slovénie et en Roumanie, la privatisation de masse a dominé. La création d'un marché boursier en a été à la fois le sous-produit et l'un des objectifs. En effet, après avoir distribué à toute la population à un prix très faible, voire symbolique, des coupons échangeables contre des actions d'entreprises d'État ou des participations dans des fonds d'investissement, il fallait assurer un marché secondaire. L'apparence d'une capitalisation boursière plutôt élevée était créée. Mais les bourses n'étaient pas en mesure d'offrir au public des mécanismes satisfaisants d'échange de titres sur une large échelle et les transactions se sont évadées du marché central.

Ainsi, la bourse de Prague, en 1996, trois ans après sa création, ne traitait plus que 5 % des transactions et l'essentiel des mouvements s'effectuait dans les boutiques du « système RM », qui offrait l'avantage d'ouvrir rapidement un marché secondaire mais qui, en l'absence de véritable régulation, a permis le ramassage par des fonds d'investissement ou les dirigeants des entreprises dans des conditions très défavorables aux actionnaires individuels.

C'est sur ces Places que la volatilité a été la plus forte et que les crises boursières ont été les plus violentes ; l'espoir qu'un capitalisme populaire



pouvait se créer d'un seul coup a vite disparu. La diminution des transactions, après l'euphorie initiale, a reflété la concentration de la propriété des titres, mais aussi le désintérêt du public qui a conservé le sentiment d'avoir été floué.

Dans d'autres pays, la privatisation a été plus graduelle et a emprunté de façon simultanée des véhicules variés : cession aux dirigeants et salariés, vente à des investisseurs stratégiques, offres publiques de vente. C'est le cas de la Pologne qui a utilisé ces divers mécanismes sans renoncer à la privatisation de masse. Dans ce pays, comme en Hongrie, ce processus a permis au marché centralisé de se construire de manière cohérente et continue de se doter progressivement des instruments techniques qui assurent son bon fonctionnement. Sur ces bourses, le nombre de titres cotés à l'origine était très limité et ce n'est que dans une seconde phase qu'ont été créés des compartiments où les conditions d'inscription à la cote étaient plus souples.

L'opposition entre ces deux types d'organisations de marché a tendu à s'atténuer avec les progrès de la transition financière. Mais il subsiste une grande variété dans le niveau de développement des bourses et leur mode d'organisation qui s'explique largement par l'environnement macroéconomique et la qualité du cadre institutionnel.

### *L'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET INSTITUTIONNEL*

Les bourses n'ont pu fonctionner de façon satisfaisante que dans la mesure où les équilibres macroéconomiques et l'environnement institutionnel se sont mis en place. Or ces deux conditions ne se sont pas réalisées dans le même horizon de temps.

#### *La stabilisation*

Après l'hyper-inflation qui, au tout début de la transition, a partout annihilé l'épargne des ménages, la stabilisation a commencé par entraîner une baisse continue du niveau de vie. Cinq seulement des quinze pays que compte cette région d'Europe, si on y inclut les pays baltes, dépassaient en 2000 le niveau de PNB de 1989 en valeur réelle<sup>5</sup>. Or la stabilisation a été le préalable à tout développement de l'intermédiation financière. Sans elle, en effet, l'épargne intérieure ne pouvait se mobiliser et les investisseurs étrangers s'abstenaient d'intervenir. La corrélation est nette entre les progrès de l'équilibre économique et le développement des Places financières.

Les progrès institutionnels ont demandé plus de temps que la stabilisation. Cette séquence n'a pas toujours été bien évaluée au début de la transition. Elle a même parfois été négligée sous l'effet de « l'illusion



lyrique » que la privatisation créerait d'elle-même une dynamique institutionnelle. Plus de dix ans après le début de la transition, les institutions internationales reconnaissent, un peu tardivement, que la construction des institutions est un objectif prioritaire dans leur aide aux pays d'Europe Centrale et Orientale et qu'elle est, en particulier, fondamentale pour le bon fonctionnement du système financier.

Ainsi l'évidence selon laquelle un marché boursier ne se développe dans des conditions saines que sous la surveillance d'un régulateur efficace et dans le contexte d'un système financier stable s'est-elle bien confirmée dans les pays en transition.

### *La régulation boursière*

La régulation boursière n'a pas toujours accompagné le développement des marchés. La Pologne s'est dotée dès 1993 d'un régulateur sur le modèle de la SEC. Celui-ci était donc en place depuis plus de deux ans quand la privatisation de masse a été engagée. Il a fallu attendre 1995 en Hongrie, 1997 en Bulgarie et même 1998 en République tchèque, alors que la privatisation de masse avait été engagée cinq ans auparavant, pour qu'un pouvoir de régulation soit confié à une autorité indépendante.

La mise en place de ces institutions n'a pas été aisée. Dans la plupart des pays, le cadre législatif de leur intervention a dû être précisé et complété. Leur indépendance, presque partout exprimée sans ambiguïté dans les textes, a été vécue plus difficilement. Elles fonctionnent sous forte contrainte budgétaire et peinent à recruter et à garder un personnel qualifié. Face à l'ampleur de leurs tâches, il leur faut éviter la tentation d'exercer un contrôle seulement formel et établir une hiérarchie claire parmi leurs missions.

Aujourd'hui, leur renforcement est partout une priorité. Elles bénéficient de la coopération des institutions analogues des pays développés, à travers des *peer reviews* et surtout grâce à des jumelages soutenus financièrement par le programme Phare de l'Union européenne, comme la COB française le fait auprès de son homologue polonais. L'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV), dont les COB de ces pays sont membres, joue à leur égard un rôle important de normalisateur à travers les « objectifs et principes » qu'elle a diffusés. Plusieurs d'entre elles ont été évaluées dans le cadre du programme d'évaluation du secteur financier (FSAP) du FMI et de la Banque mondiale.

Cependant, la régulation financière de ces pays est placée devant une alternative. Deux modèles, en effet, se proposent aux législateurs, celui d'une organisation sectorielle conservant aux banques, aux assurances et aux marchés boursiers leur système de surveillance propre et celui d'un régulateur unique regroupant l'ensemble des compétences.



Ce dernier modèle a séduit un certain nombre de pays : il a été mis en place en Hongrie en 1999 ; déjà appliqué en Lettonie et prochainement en Estonie, il est envisagé en Lituanie ; il devrait aussi entrer en vigueur en deux phases en Slovaquie. En revanche, la Pologne et la République tchèque maintiennent une régulation sectorielle. À un stade moins avancé de la construction des institutions, il en est de même en Roumanie et en Bulgarie.

Une autorité unique présente l'avantage d'une réponse plus cohérente face aux risques systémiques et devrait engendrer des économies d'échelle, surtout dans de petits pays. Elle peut aussi, selon les termes d'une étude du FMI<sup>6</sup>, être une « boîte de Pandore ». Il n'est pas évident qu'elle confirme l'indépendance de la fonction de régulation au sein de l'État, caractéristique pourtant essentielle à son exercice. Elle risque d'éloigner le régulateur de chacun des métiers spécialisés. Or comme les « cœurs de métiers », les approches du contrôle sont différentes ; en outre, la régulation de chaque activité a des objectifs propres, l'équité des marchés et la protection de l'actionnaire dans un cas, la sécurité du système financier dans l'autre. Il paraît donc entièrement légitime de maintenir des entités séparées si elles ont déjà développé une culture professionnelle propre et si une concertation effective s'établit entre elles sur le plan opérationnel.

### *L'organisation du système financier*

Parmi les pierres d'angle de la construction institutionnelle, les mécanismes de compensation et de conservation qui garantissent directement un fonctionnement sûr des marchés sont essentiels, comme le démontre l'importance pour le succès de la bourse de Varsovie de la qualité des procédures de règlement-livraison et des services du dépositaire central. Pour mieux attirer les capitaux étrangers, il importe en effet que ces marchés démontrent leur capacité à réduire le plus possible le risque opérationnel des intervenants.

La qualité du marché boursier dépend aussi de l'environnement juridique. Il faut rendre hommage aux législateurs qui, dans tous les pays, ont progressivement adapté le droit financier et, plus généralement, le droit des affaires. L'adoption de l'acquis communautaire a rendu plus important ce travail de longue haleine. C'est ainsi qu'en Pologne l'ensemble de la législation financière vient encore d'être remise sur le chantier.

Une fois qu'ils ont disposé d'un cadre législatif adéquat, les pays en transition ont dû prendre les moyens d'assurer sa mise en œuvre à travers l'appareil administratif et par la jurisprudence des tribunaux. Il a fallu aussi que les pratiques des acteurs du marché et des entreprises cotées répondent à ces normes et exigences, en particulier en matière de transparence, de qualité de l'information financière et comptable et de



protection des actionnaires minoritaires. À cet égard, la situation reste très inégale au sein de la région<sup>7</sup>.

### *LES MUTATIONS À VENIR*

À peine reconstruites sur le plan national, les bourses des pays de l'Est, tout en renforçant leur rôle à l'échelon national, doivent envisager un nouveau processus de transition vers un environnement européen et international.

Partout le développement effectif des marchés de capitaux dépendra de la qualité des fondamentaux et de la maturité du système financier et de son mode d'organisation. Mais l'écart qui sépare les bourses les plus développées des autres ne se comblera pas aisément.

Dans une économie en transition, la stabilité de l'économie et la restructuration industrielle doivent être assez avancées pour que l'intermédiation financière se développe grâce à l'épargne disponible et au dynamisme de l'investissement productif. Compagnies d'assurances, fonds de pension et autres institutionnels devront drainer davantage d'épargne vers les bourses. Et celles-ci auront à tenir leur place dans une organisation de banque universelle renforcée, alors que le paysage bancaire se recompose rapidement par un double mouvement de concentration et de contrôle par des banques étrangères avec une part de marché appréciable encore assurée par des institutions publiques.

Simultanément l'ouverture internationale, que le processus d'accession à l'Union européenne ne peut qu'accélérer, crée des contraintes et des exigences nouvelles pour l'activité de ces marchés, leur organisation et leur environnement.

Le NASDAQ et le NYSE, à travers les ADR, ou encore Londres, ont déjà attiré une partie appréciable des mouvements sur les titres les meilleurs de ces pays et les bourses autrichienne et allemande cherchent, non sans difficultés, à susciter un marché délocalisé de ces valeurs. Mais l'effet de telles pratiques n'est pas sans ambiguïté. En effet, tout en accoutumant utilement l'investisseur international à ces titres, elles peuvent priver de liquidité les marchés d'origine, y créer deux classes d'actifs financiers selon qu'ils sont ou non négociés à l'étranger et aboutir à ralentir le développement de ces Places.

Les bourses elles-mêmes, du moins les plus évoluées, verront aussi leur organisation soumise à de fortes pressions. Elles ne pourront, à un certain degré de maturité, échapper à la recherche de la taille critique. Celle-ci imposera des rapprochements ou, au moins, des alliances afin de suivre les développements technologiques et les exigences des intervenants. La bourse d'Helsinki vient de prendre le contrôle de celle de Tallin. Celle de Varsovie utilise le système de négociation NSC d'Euronext.

Enfin, devenus plus ouverts, ces marchés seront plus sensibles aux chocs extérieurs. La stabilité et la robustesse du système financier dans son ensemble seront déterminantes pour l'avenir de ces bourses.

Dans ce contexte, certains mettent en doute aujourd'hui la viabilité à terme de bon nombre de ces marchés. On peut cependant penser que, sous des formes évolutives qui n'excluront pas des rapprochements, la persistance de marchés de référence actifs assurant localement le développement de l'intermédiation financière sera le corollaire d'une plus grande ouverture internationale.

Enraciner les mécanismes boursiers dans des économies qui n'ont pas achevé le processus de transition tout en les ouvrant sur le marché international, préserver la consistance des bourses locales tout en ouvrant des alliances, voici des tâches difficiles pour les acteurs et les régulateurs de ces marchés dans la décennie à venir.

1. Cette analyse est redevable aux informations recueillies auprès du Conseiller financier pour les pays d'Europe Centrale Orientale et balte, dans les *transition reports* de la BERD et dans l'ouvrage de la Banque mondiale *Financial transition in Europe and Central Asia : Challenges of the new decade*, Washington, août 2001.
2. Avec les réserves que peut appeler la comparaison de ces ratios, la capitalisation boursière rapportée au PNB se situait à fin 2000 entre 3 % en Roumanie et 36 % en Estonie, contre 72 % pour les douze pays de l'euro et 130 % pour les États-Unis (14 % en Pologne, 19 % en République tchèque et 26 % en Hongrie).
3. Pays d'Europe Centrale et Orientale et pays baltes hors Roumanie, en incluant la Slovénie, mais non la Croatie ni les autres républiques de l'ex-Yougoslavie.
4. Même définition que précédemment en incluant la Roumanie.
5. PNB 2000 estimé par rapport au PNB 1989 : Pologne indice 127, Slovénie 114, Hongrie 105, République slovaque 103, et Albanie 102 mais non la République tchèque (indice 98) (BERD, *transition report update*, avril 2001).
6. Richard Abrams et Michaël Taylor, « Issues in the unification of financial sector supervision », *IMF working paper*, décembre 2000.
7. Comme le montrent bien les *transition assessments* par pays des transition reports annuels de la BERD ou sa publication périodique *law in transition*.