

Plus les pays sont transparents, mieux ils peuvent résister aux aléas de la conjoncture financière mondiale

L'impératif de transparence

Luis Brandão-Marques, Gaston Gelos et Natalia Melgar

AU COURS des vingt dernières années, les économies de marché émergentes n'ont cessé de s'intégrer aux marchés financiers mondiaux. Par exemple, les portefeuilles américains de titres à long terme (actions et obligations à long terme) émis par des entités de 27 grandes économies émergentes ont quasiment triplé en proportion du PIB de chaque pays entre 1994 et 2012 (tableau 1).

Cette intégration accrue leur a été éminemment bénéfique. Elle a réduit le coût du capital (rehaussant les possibilités d'investissement), amélioré le partage des risques et la diversification des portefeuilles, accéléré le transfert des technologies et contribué à la propagation des pratiques optimales en matière de protection des investisseurs et de gouvernance.

Toutefois, l'approfondissement de l'intégration financière a eu un coût pour bon nombre de ces économies : elle a accru leur vulnérabilité aux aléas des marchés financiers internationaux. Mais le degré de vulnérabilité varie considérablement selon les pays. Pour concevoir des mesures permettant de réduire la volatilité et susceptibles d'accompagner une intégration accrue à l'échelle mondiale, les pouvoirs publics doivent comprendre comment les caractéristiques nationales déterminent la manière dont les marchés financiers mondiaux influent sur les économies de marché émergentes.

Dans cette optique, nous avons examiné le rôle de la transparence nationale dans l'amplification des chocs financiers émanant des places financières mondiales. Nous avons constaté que les économies plus transparentes — celles qui fournissent plus de données dans de meilleurs délais et ont de meilleures normes de diffusion pour les entreprises, des politiques plus prévisibles et une meilleure gouvernance — réagissent de façon moins spectaculaire à l'amélioration et à la détérioration des conditions du marché mondial que les économies de marché émergentes plus opaques, qui sont à la traîne sur plusieurs aspects de la transparence.

Transparence nationale et flux de capitaux

Bien des facteurs propres aux pays déterminent la vitesse et l'intensité avec lesquelles les chocs financiers se propagent d'une économie à l'autre. Des liens financiers tels que les engagements conjoints des banques et des fonds communs de placement contribuent largement à la transmission des chocs courants et à la contagion financière. L'on sait aussi que l'intégration financière, fruit de l'abaissement des barrières aux flux financiers transfrontaliers, facilite généralement la propagation internationale des chocs financiers (Bekaert *et al.*, 2011).

En revanche, le rôle de la transparence nationale — c'est-à-dire la disponibilité d'informations permettant aux investisseurs de

Le quartier des affaires à Singapour.



bien évaluer les risques et les rendements de leurs placements dans un pays — est moins clair. Il est convenu d'affirmer qu'une transparence accrue permet d'attirer des investissements et d'éviter une volatilité excessive des flux de capitaux. En effet, elle favorise un fonctionnement ordonné et efficace des marchés financiers. La transparence réduit des phénomènes comme l'instinct grégaire (qui pousse les investisseurs à prendre certaines décisions simplement par mimétisme), les flux d'investissement attribuables à l'humeur des investisseurs et une réaction excessive de ces derniers face à l'actualité. La crise financière mondiale a suscité un regain d'intérêt pour le rôle de l'opacité dans l'exacerbation des chocs financiers.

Cependant, une transparence accrue peut en principe se traduire par un surcroît de volatilité et devenir déstabilisatrice. Ainsi, la transparence peut engendrer la fourniture d'une information publique excessive (par les autorités et les participants du marché), ce qui pourrait évincer une information privée potentiellement plus précise — réduisant ainsi l'efficacité de l'information et accentuant la volatilité —, surtout quand cette information prête à confusion (parce que «bruyante», selon le jargon financier) ou n'a aucun rapport avec les conditions fondamentales. Par

exemple, la publication en temps utile de données officielles préliminaires (et imprécises) peut susciter chez les participants du marché une réaction excessive à cette nouvelle, exacerbant l'instabilité des prix sur les marchés financiers (Morris et Shin, 2002). Une transparence accrue contribue aussi à l'intégration financière (en réduisant les coûts et les asymétries de l'information) et peut accentuer le mouvement simultané des prix sur les marchés (Carrieri, Chaieb et Errunza, 2013).

Bien que certaines études attestent des effets bénéfiques de la transparence nationale (Gelos et Wei, 2005), les données globales sont ambiguës. De plus, les études empiriques existantes portent pour l'essentiel sur la transmission des chocs financiers en période de crise.

Nous avons cherché à déterminer si l'opacité au niveau national amplifie l'impact local des conditions du marché mondial durant le cycle économique en examinant l'évolution des prix des obligations et des actions. L'hypothèse de base est que, si la situation financière mondiale est favorable, les investisseurs internationaux deviennent plus enclins à investir sur les marchés dont ils comprennent moins bien la répartition sous-jacente des risques (marchés «ambigus») et se retirent ensuite quand la situation mondiale se détériore. Les investisseurs pourraient agir de la sorte pour plusieurs raisons. Ils pourraient se sentir plus à l'aise face à l'ambiguïté quand leurs autres investissements sont rentables. Il se peut aussi qu'en période difficile, les gestionnaires de fonds fassent l'objet d'une surveillance et d'une pression accrues pour justifier la composition des actifs de leur portefeuille et réagissent en réduisant leurs engagements dont ils comprennent moins bien les risques. Par conséquent, ils sont plus enclins à détenir des actifs moins transparents en période favorable qu'en période défavorable. Inversement, l'ambiguïté peut faire en sorte qu'il soit plus difficile pour les investisseurs de distinguer les chocs fondamentaux des chocs purement bruyants, les incitant ainsi à associer des signaux bénins sur les places financières aux bons fondamentaux dans les marchés ambigus.

Quelle qu'en soit la raison (et les possibilités ne sont pas mutuellement exclusives), les marchés plus opaques connaissent une

Tableau 1

Acquisition de titres

Les investisseurs américains détiennent de plus en plus de titres à long terme émis par des entités d'économies émergentes, mesurés en pourcentage du PIB du pays émetteur. (en pourcentage)

	1994	2001	2007	2012	Variation 1994-2012	TPG moyen 2002-12
Hong Kong (RAS)	13,38	18,92	57,34	49,86	36,48	5,71
Taiwan (province chinoise)	0,21	6,76	20,66	18,66	18,45	5,17
Afrique du Sud	3,81	6,63	18,54	22,12	18,30	6,12
Israël	5,94	17,23	32,44	22,39	16,45	4,58
Singapour	9,88	25,03	38,33	24,99	15,11	4,80
Corée	1,64	6,83	13,26	15,23	13,60	3,97
Turquie	0,67	3,05	10,16	13,54	12,87	3,94
Hongrie	1,34	3,84	6,68	10,14	8,80	3,75
Brésil	2,20	6,04	13,82	9,75	7,55	3,71
Pologne	0,09	1,63	3,26	6,73	6,64	3,22
Chili	4,84	8,22	7,41	10,22	5,38	4,97
Philippines	3,89	5,26	9,69	8,65	4,77	3,71
Colombie	0,68	2,81	3,26	5,38	4,70	4,15
Pérou	1,03	3,10	4,05	5,56	4,53	3,70
Indonésie	1,22	1,15	4,25	5,13	3,91	3,51
Inde	0,41	1,46	6,87	4,25	3,85	4,40
Russie	0,01	3,33	6,23	3,33	3,32	3,14
Égypte	0,00	0,62	8,14	1,68	1,68	3,73
République tchèque	0,99	0,75	2,96	2,22	1,24	3,69
Chine	0,37	0,23	2,78	1,60	1,22	4,32
Thaïlande	3,67	1,38	2,60	4,60	0,93	4,29
Mexique	12,22	7,84	10,58	12,73	0,51	3,89
Pakistan	0,44	0,25	1,23	0,51	0,08	3,38
Jordanie	0,63	1,09	0,65	0,63	0,01	4,22
Maroc	1,20	0,98	0,60	0,99	-0,21	4,34
Malaisie	12,84	4,59	12,43	12,04	-0,80	4,98
Argentine	6,34	1,63	3,77	1,57	-4,77	2,80
Moyenne	3,33	5,21	11,18	10,17	6,84	4,75

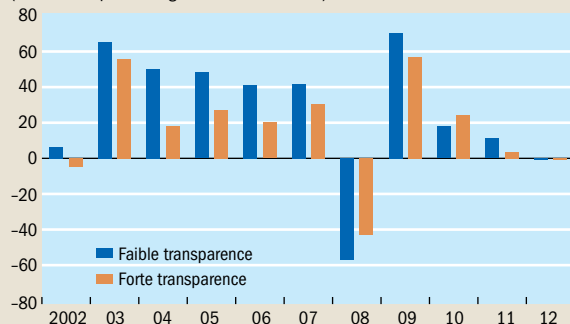
Sources : Trésor des États-Unis, International Capital System Database; Banque mondiale, base de données des Indicateurs du développement dans le monde; CEIC Asia Database; EMED Emerging EMEA Database.

Note : Le tableau indique les avoirs de portefeuille détenus aux États-Unis sous forme d'actions et d'obligations à long terme émises dans 27 économies de marché émergentes. TPG = indice de transparence des politiques gouvernementales du Rapport sur la compétitivité dans le monde, produit par le Forum économique mondial. La note maximum possible est de 7.

Des hauts et des bas

En général, les fluctuations des cours boursiers ont été moins extrêmes dans les pays les plus transparents que dans les pays moins transparents.

(variation en pourcentage des cours boursiers)



Source : MSCI Emerging Market Index.

Note : transparence à l'aune de l'indice de transparence des politiques gouvernementales du Rapport sur la compétitivité dans le monde, produit par le Forum économique mondial.

plus forte expansion dans une conjoncture financière favorable, l'inverse étant vrai en conjoncture défavorable (voir graphique).

Jauger la transparence

Il est très difficile de mesurer la transparence d'un pays. D'abord, nous avons besoin de paramètres qui rendent compte, dans une certaine mesure, de l'incapacité de cerner avec précision la probabilité de divers événements. Nous nous intéressons donc à des indices d'opacité mesurant la disponibilité de toutes les informations pertinentes que l'investisseur peut utiliser pour évaluer les risques inhérents à un pays donné. Ensuite, nous avons besoin d'indices applicables à de nombreux pays et à un passé lointain. En conséquence, nous nous sommes concentrés sur des indices permettant de jauger la corruption, la gouvernance, les pratiques des entreprises en matière d'information, les normes comptables et la transparence des politiques et des statistiques des administrations publiques.

Afin de quantifier l'impact des chocs financiers mondiaux sur les prix des actifs des marchés émergents, nous avons utilisé, comme variable de substitution des conditions de liquidité et de l'aversion pour le risque dans les places financières, le VIX, qui mesure les anticipations des investisseurs en matière de volatilité du marché boursier sur les 30 prochains jours. Ce faisant, nous avons pris en compte diverses mesures d'opacité des pays (allant du degré d'ouverture des entreprises et de transparence des politiques publiques à des paramètres plus vastes comme le sentiment de prévalence de la corruption). À partir de données relatives aux marchés boursiers et obligataires pour la période 1997–2011, nous avons systématiquement constaté que les marchés émergents qui sont à la traîne sur divers aspects des mesures d'opacité réagissent plus fortement aux conditions du marché mondial que les économies plus transparentes.

Il est frappant que ce résultat persiste, même quand on tient compte d'une vaste gamme de mesures de risque, de la qualité du crédit et de la liquidité (Brandão-Marques, Gelos et Melgar,

2013). En effet, selon nos estimations, avec une hausse de 10 % du VIX (considérée comme un choc légèrement négatif), les pays ayant les politiques publiques les plus transparentes connaîtraient une hausse des écarts de taux sur les obligations souveraines (différence entre le taux qu'un pays paye pour emprunter et le taux des obligations du Trésor des États-Unis) d'environ 0,4 point de pourcentage inférieur à celui du pays médian. Par contre, le pays le moins transparent connaîtrait une hausse de ces écarts d'environ 0,3 point de pourcentage supérieur à celui du pays médian. Les «gains de transparence» des pays plus transparents représentent près de la moitié de la variation hebdomadaire moyenne des écarts mesurés par le JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global (indice qui suit le rendement total des instruments de créance émis à l'intention des investisseurs étrangers par les économies émergentes). S'agissant des actions, le gain est plus considérable, atteignant près de deux fois et demie la hausse hebdomadaire moyenne du MSCI Emerging Market Index, qui mesure la performance d'environ 1.600 actions à l'échelle mondiale (tableau 2). C'est à peu près trois fois de plus que le surcroît de risque qu'encourrait un pays en doublant ses flux internationaux de portefeuille. Sur le plan qualitatif, ce résultat se vérifie aussi bien pour les politiques publiques que pour les autres mesures de transparence susmentionnées.

Enjeu de politique économique

Notre analyse donne à penser que les marchés émergents ne sont pas démunis quand il s'agit de faire face aux vicissitudes des marchés mondiaux. Les pays qui souhaitent bénéficier de la mondialisation financière peuvent en réduire les effets secondaires désagréables en devenant plus transparents, c'est-à-dire en fournissant en temps utile plus de données, en améliorant les normes de diffusion de l'information pour les entreprises, en rendant les politiques plus prévisibles et, de façon plus générale, en améliorant la gouvernance. Autrement dit, le renforcement de la transparence peut constituer un instrument efficace à envisager avant de penser à d'autres mesures visant à réduire les effets néfastes des flux de capitaux. ■

Luis Brandão-Marques est économiste principal au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI, Gaston Gelos est chef de division au même Département, et Natalia Melgar est économiste au bureau de représentant résident du FMI en Uruguay.

Tableau 2

La transparence compte

Quand les investisseurs anticipent la volatilité, les écarts de taux sur les obligations se creusent et les cours des actions diminuent dans les économies de marché émergentes les moins transparentes et sont meilleurs dans les économies les plus transparentes.

(en pourcentage)

	Les moins transparentes	Les plus transparentes	Gains de transparence	Pourcentage de variation hebdomadaire moyenne
Variation des écarts sur obligations	0,32	-0,36	-0,68	-184
Variation des cours boursiers	-0,16	0,18	0,34	244

Sources : EMBIG, variation hebdomadaire en pourcentage des écarts sur obligations; MSCI, variation hebdomadaire en pourcentage des cours boursiers.

Note : Le tableau indique l'ampleur de la hausse des écarts sur obligations et de la baisse des cours boursiers suite à une augmentation de 10 % de l'indice VIX, qui mesure les anticipations de la volatilité du marché boursier pour les 30 prochains jours dans les pays peu transparents et les pays très transparents, par rapport à un pays hypothétique à transparence médiane. Les pays les moins transparents font partie des 10 % de pays au bas de l'indice de transparence des politiques gouvernementales du Rapport sur la compétitivité dans le monde, produit par le Forum économique mondial de 2002-03 à 2011-12. Les pays les plus transparents font partie des 10 % au sommet de l'indice.

Bibliographie :

Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, Christian T. Lundblad, and Stephan Siegel, 2011, "What Segments Equity Markets?" *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 12, p. 3841–90.

Brandão-Marques, Luís, Gaston Gelos, and Natalia Melgar, 2013, "Country Transparency and the Global Transmission of Financial Shocks," *IMF Working Paper 13/156* (Washington: International Monetary Fund).

Carriero, Francesca, Ines Chaieb, and Vihang Errunza, 2013, "Do Implicit Barriers Matter for Globalization?" *Review of Financial Studies*, Vol. 26, No. 7, p. 1694–739.

Gelos, Gaston R., and Shang-Jin Wei, 2005, "Transparency and International Portfolio Holdings," *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 6, p. 2987–3020.

Morris, Stephen, and Hyun Song Shin, 2002, "Social Value of Public Information," *American Economic Review*, Vol. 92, No. 5, p. 1521–34.