

MARCHÉS ÉMERGENTS EN PORTEFEUILLE : MOINS DE RISQUES QUE L'ON CROIT

OSWALD REIM*

Ces dernières années, des corbeilles aux noms aussi exotiques que Bangkok, Buenos Aires, Bogota, Istanbul, Karachi ou Mexico ont souvent figuré parmi les meilleurs au palmarès mensuel de la performance boursière internationale. Ces places boursières comptent, aux côtés de nombreuses autres, parmi les marchés dits émergents (ME). Selon la définition de la Banque mondiale, ce terme désigne les marchés des actions et des emprunts des pays dans lesquels le produit intérieur brut par habitant ne dépasse pas 7 620 SUS (en 1990) ; il en va ainsi de l'ensemble de l'Amérique latine et de l'Europe de l'Est ainsi que de la majeure partie de l'Asie orientale et de l'Afrique. Rares sont les Investisseurs à savoir que l'on peut effectuer des placements dans ces pays et, qui plus est, que ces placements peuvent se révéler très intéressants. En fait, nombre de ces marchés ne sont pas directement accessibles aux étrangers, car les capitaux ne peuvent pas y circuler librement, sur les marchés ouverts, les carences de l'information sur les entreprises sont généralement telles que l'on ne peut guère conseiller à l'investisseur « normal » d'y effectuer des placements. Cependant, l'industrie financière anglo-saxonne a entrepris depuis 1990 de conquérir ces marchés, si bien qu'un choix important de fonds de placement et de produits d'analyse est déjà disponible pour les principaux d'entre eux, en particulier ceux d'Asie du Sud-Est et d'Amérique latine. Par ailleurs, un nombre croissant de titres de sociétés de ces pays sont cotés sur les grandes places boursières mondiales, tandis que des emprunts convertibles sont émis sur les marchés des euro-emprunts.

Trois indices d'actions internationaux sont actuellement publiés pour ces marchés (par Barings, Morgan Stanley et IFC). Le principal d'entre eux, celui d'IFC, une filiale de la Banque mondiale, est calculé depuis le milieu des années 80. Les analyses des marchés des actions ci-après sont basées sur ce dernier indice. Sa composition est indiquée dans la première colonne du tableau I.

59

* Société de Banque Suisse.

Tableau 1
Marchés émergents composant l'indice IFC

	Parts à la capitalisation du marché 12/92	Base SUS Rentabilité ¹	Risque ²	Base Frs Rentabilité ¹	Risque ²
Argentine	2,52	55,4	99,3	56,3	103,1
Brésil	6,12	11,9	79,2	12,5	79,1
Chili	4,01	43,1	25,7	43,9	32,1
Mexique	18,80	49,2	27,1	50,0	33,9
Inde	8,81	11,7	38,0	12,3	40,5
Indonésie	1,63	-13,5	29,2	-14,8	33,5
Corée	14,53	2,5	29,7	3,1	35,1
Malaisie	12,71	18,9	21,5	19,6	26,6
Philippines	1,87	16,0	32,5	16,7	36,9
Taiwan	13,67	2,1	52,8	2,7	57,6
Thaïlande	7,88	20,5	28,1	21,2	33,3
9 autres	7,47	12,9 ³	39,8 ³	13,5 ³	40,9 ³
Indice global IFC	100,00	10,6	22,5	11,2	29,2
Equipondéré		16,0	13,1	16,6	17,8

60

1 Rentabilité géométrique annuelle moyenne d'avril 88 à avril 93.

2 Ecart-type annualisé, en pourcent, de la rentabilité mensuelle logarithmique d'avril 88 à avril 93.

3 Moyenne pondérée par la capitalisation.

Rentabilité et risque sur les marchés émergents

Utilisé, dans son sens commun, pour exprimer l'éventualité d'un événement négatif, le terme de risque décrit, dans ce qui suit, le potentiel de fluctuation des cours autour d'une valeur moyenne. Sur le plan purement statistique, ce risque est mesuré en tant qu'écart-type de la rentabilité mensuelle par rapport à la moyenne de cette dernière ; les écarts peuvent être positifs et négatifs. Les aspects qualitatifs du risque tels que les catastrophes naturelles, les guerres civiles ou les interventions de l'Etat au détriment de l'investigateur sont pris en considération dans la mesure dans laquelle ils ont provoqué des mouvements de cours sur les marchés considérés pendant la période d'observation.

Sur les ME, tant la rentabilité que le risque peuvent atteindre des niveaux étonnants, comme il ressort du tableau 1, qui décrit la rentabilité annuelle moyenne des cinq dernières années exprimée en \$US et en Frs, ainsi que les écarts-types qui en résultent par rapport à ces moyennes.

Lorsqu'on compare ces chiffres avec ceux de tableau 2, qui indique les mêmes données pour onze pays industrialisés (PI), on constate que la fourchette de la rentabilité est nettement plus large sur les ME que dans les PI. La moyenne équipondérée est également sensiblement plus élevée.

Tant dans l'optique du \$US que du FrS, les écarts-types sont nettement plus élevés sur les ME que sur les marchés développés. Pas moins que dix marchés sur vingt présentent, pour qui calcule en \$US, un risque supérieur à 30 %. A partir du FrS, il en va ainsi de seize marchés. Le risque n'atteint ce niveau dans aucun pays développé, que l'on opère à partir de la monnaie américaine ou suisse. Neuf d'entre eux, sur onze, présentent un risque inférieur à 25 % tant à partir du \$US que du FrS ; pour les ME, ce chiffre s'établit à un sur vingt seulement dans l'optique du FrS et à deux sur vingt à partir du \$US. Au premier abord, ces chiffres tendent à corroborer la thèse selon laquelle un supplément de rentabilité ne peut être acquis qu'au prix d'un surcroît de risques.

Cependant, le profil du risque change radicalement lorsqu'on prend en considération des portefeuilles composés à partir de plusieurs ME. Dans l'optique du \$US, le risque de l'indice IFC Composite s'établit certes à

Tableau 2.
Pays industrialisés - rentabilité et risque

61

	Base \$US Rentabilité ¹	Risque ²	Base FrS Rentabilité ¹	Risque ²
Hong-Kong	17,3	18,95	18,0	24,29
Canada	4,9	13,00	9,5	19,62
Allemagne	11,9	22,80	12,5	22,07
Italie	1,3	25,73	1,9	28,27
Pays-Bas	14,4	13,88	15,0	14,86
Espagne	0,6	22,06	1,2	23,99
Suisse	14,2	18,42	14,9	17,05
France	16,0	19,64	16,6	20,24
Japon	-3,0	28,78	-2,4	27,65
Grande-Bretagne	9,5	20,33	10,1	20,51
Etats-Unis	15,1	12,87	15,8	19,40
Equipondéré	9,1	14,78	9,7	17,6
MSCI World	6,7	15,22	7,3	17,49

1 Rentabilité géométrique annuelle moyenne d'avril 88 à avril 93.

2 Ecart-type annualisé, en pourcent, de la rentabilité mensuelle logarithmique d'avril 88 à avril 93.

22,5 %, soit à un niveau nettement supérieur à celui de l'indice MSCI World, qui s'inscrit à 15,3 %. En revanche, un portefeuille équilibré composé de placements sur des ME présente un risque de 13,1 %, contre 14,9 % pour un même portefeuille investi sur les marchés développés. A partir du FrS, cet effet n'est plus aussi manifeste ; en effet, l'écart-type d'un portefeuille équilibré de titres des ME s'élève à 18,9 %, soit 1,7 % de plus que pour un portefeuille équilibré de valeurs des PI. On peut en conclure que la diversification permet une réduction plus sensible du risque sur les ME que sur les marchés développés. Or les premiers ont généré, pendant la même période, une rentabilité nettement supérieure à celle des seconds. Celle-ci s'est en effet établie à 16 % pour les ME, contre 6,7 % pour les PI, à partir du \$US et à 16,5 %, contre 7,3 % dans l'optique du FrS.

En quoi consiste l'effet de diversification ?

Du point de vue statistique, la nette diminution du risque d'un portefeuille par rapport aux ME considérés isolément est due à la faible corrélation de l'évolution de la performance de ces marchés. Un degré de corrélation peu élevé signifie que les mouvements des cours sur ces marchés sont faiblement synchronisés ou, en d'autres termes, que les fluctuations du portefeuille sont nettement moins sensibles que celles des marchés isolés. Le tableau 3 fait ressortir la différence de niveau des corrélations réciproques des ME par rapport à celles des PI.

Dans l'optique du \$US, le coefficient de corrélation moyen de tous les ME s'établit à 0,06 seulement, contre 0,52 pour les PI dans leur ensemble. Cependant, cette moyenne masque en partie des structures qui ne sont pas sans rappeler celles de pays développés. Ainsi, la corrélation entre la

62

Tableau 3
Corrélation des marchés émergents

	Base \$US	Base FrS
Amérique latine	0,02	0,11
Asie	0,15	0,33
Europe	0,40	0,41
Autres	-0,00	0,14
Total	0,06	0,19
11 pays industrialisés	0,52	0,60

Malaisie, les Philippines, la Thaïlande et l'Indonésie, pays d'Asie du Sud-Est largement ouverts aux mouvements de capitaux, s'établissent à 0,5 environ à partir du \$US, la fourchette allant de 0,42 à 0,58 (0,62 dans l'optique du FrS avec une fourchette de 0,58 à 0,71). Il en va de même pour la Grèce, le Portugal et la Turquie, trois pays européens qui affichent une corrélation réciproque de 0,4 avec une fourchette de 0,3 à 0,46 (tant du point de vue du \$US que du FrS). Cependant, il s'agit-là des seules sous-structures assez fortement corrélées.

Du point de vue du risque et, par conséquent, du comportement à adopter en matière de placements, les implications qui résultent de la différence entre les corrélations moyennes des ME et des PI sont considérables, comme nous allons le voir en substance. Si l'on se base, pour les ME, sur un écart-type moyen de 30 % (à partir du \$US) et sur un coefficient de corrélation moyen de 0,06, le risque lié à un portefeuille équilibré s'établit, à 11,8 % pour dix, à 9,8 % pour vingt, à 9,1 % pour trente et à 8,4 % pour cinquante marchés. En comparaison, le niveau de risque des PI (sur la base d'un écart-type de 20 % et d'un coefficient de corrélation de 0,5) reste situé à un niveau supérieur même lorsque la diversification est accentuée, en l'occurrence à 14,8 % pour dix, 14,5 % pour vingt, 14,4 % pour trente et 14,3 % pour cinquante marchés, ce nombre théorique ayant été retenu pour des raisons de symétrie. Comme le montre cet exemple simplifié, le coefficient de corrélation gagne en importance par rapport au niveau de risque des différents marchés à mesure que le nombre de pays pris en considération s'accroît. On pourrait en conclure qu'il suffit à l'investisseur de diversifier suffisamment les placements pour rendre ceux-ci moins aléatoires et bénéficier de ce fait de la rentabilité supérieure générée par les ME sans encourir un risque plus élevé. Or, en vertu de l'une des rares lois de l'économie reconnues de tous, une telle manne ne peut pas tomber du ciel indéfiniment. La question se pose donc de savoir dans quel mesure les coefficients de corrélation peu élevés et la forte rentabilité des ME sont stables.

Le faible corrélation de la performance des ME est due au fait que ceux-ci ne sont pas encore bien intégrés dans le marché mondial des capitaux. Aussi évoluent-ils largement au gré des développements économiques et politiques locaux. Compte tenu de la pénurie de capitaux, la rentabilité moyenne est très élevée. Cependant, ces marchés s'intègrent progressivement, à mesure qu'ils s'ouvrent et que les fonds étrangers affluent, dans le marché mondial des capitaux, si bien qu'ils sont de plus en plus fortement corrélés entre eux et avec les principales places boursières des PI. Le produit des placements tendra de ce fait à se rapprocher du niveau des marchés développés. La hausse des coefficients de corrélation est une réalité : le graphique 1 indique les corrélations, par rapport au marché

américain, d'un portefeuille équilibré investi sur les marchés développés, hormis les Etats-Unis (PF PI), et d'un portefeuille équilibré de placements sur des ME (PF ME).

Tandis que la corrélation du premier portefeuille par rapport à ce dernier est demeurée pratiquement inchangée, celle du second s'est accentuée. Comme il ressort également du graphique, la réaction affichée par le portefeuille de titres des ME lors du krach de 1987 a été similaire à celle du portefeuille investi dans les PI. Les placements sur les ME ne constituent donc pas une protection contre les désastres qui peuvent affecter les marchés développés. En ce qui concerne la corrélation avec le marché suisse (calculée en FrS), les conclusions sont les mêmes, à la seule différence que le coefficient de corrélation, du portefeuille investi dans les PI augmente également lorsqu'on élimine les effets du krach de 1987. Cependant, la hausse de la corrélation avec les ME est nettement plus sensible. On constate donc que les effets positifs de la diversification se sont déjà nettement atténués. La faible corrélation et la rentabilité élevée de ces marchés doivent donc être considérées comme un phénomène de transition sur la voie du développement.

Néanmoins, cette phase de transition est susceptible de durer un certain temps encore :

64

1. Même les pays passablement développés n'ouvrent pas entièrement leurs marchés des capitaux, comme le montrent les exemples de la Corée et de Taiwan. Aussi tendent-ils toujours à évoluer assez indépendamment les uns des autres. Comme l'indiquent les primes considérables payées sur les emprunts convertibles coréens et les différences entre le cours des actions négociées entre étrangers et celles traitées entre autochtones, les investisseurs étrangers sont souvent disposés à s'acquitter de primes considérables pour accéder aux marchés. Or seules des perspectives de rendement ou une corrélation très favorables peuvent justifier de tels agios.

2. L'afflux de capitaux internationaux est trop faible, en regard de la capitalisation boursière totale des ME, pour influencer tous les marchés dans la même mesure. Cependant, l'ouverture d'un marché isolé peut provoquer une véritable fièvre acheteuse susceptible de limiter les perspectives de rentabilité pour un certain temps, comme cela s'est produit en Indonésie après l'ouverture intervenue en 1989.

3. Dans l'ex-bloc de l'Est et dans certaines parties de l'Afrique, nombre de marchés ne sont pas encore institutionnalisés ou restent fermés aux capitaux étrangers.

Les marchés émergents dans un portefeuille actions international

Jusqu'ici, nous nous sommes contentés de comparer des portefeuilles, investis soit sur les ME, soit sur ceux des PI. Or la plupart des investisseurs

recourront à l'un et à l'autre pour composer leur portefeuille. Dans l'optique du \$US, le portefeuille équilibré de placements sur les ME présente, par rapport au marché américain, un niveau de risque et une corrélation plus faibles que le portefeuille équilibré de titres des PI. Il est donc logique que l'investisseur opérant à partir de la monnaie américaine surpondère les ME, même à rentabilité égale. Le portefeuille le moins aléatoire contient, pour l'investisseur dont la monnaie de référence est la \$US, seulement 6 % de titres provenant des PI et plus de 40 % de placements sur des ME. La rentabilité obtenue étant supérieure, l'avantage présenté par les ME s'accroît encore dans la partie la plus risquée de la frontière efficiente. Dans le cas présent, la tranche importante attribuée au ME ne doit pas être interprétée comme une recommandation de placement, mais simplement comme une tendance à suivre pour obtenir un portefeuille raisonnablement structuré.

Pour l'investisseur opérant à partir du FrS, les avantages résultant, en matière de risque, des ME sont moins évidents. Le niveau de risque est plus élevé que pour le portefeuille de placements dans les PI. En revanche, le portefeuille investi sur les ME est beaucoup moins fortement corrélé avec le marché suisse que ce dernier. Par conséquent, les ME sont fortement représentés, du fait de l'effet de diversification favorable, dans le portefeuille le moins aléatoire et dans les autres portefeuilles à faible risque. Du fait de leur rentabilité rétrospectivement supérieure, qui plaide en leur faveur à mesure que le risque s'accroît, les ME tendent à se substituer au PI. En effet, les premiers dominent les seconds sur l'ensemble de la frontière efficiente.

En résumé, on constate que l'investisseur, qu'il opère à partir du \$US ou du FrS, a intérêt à axer la diversification au sein des bourses d'actions sur les ME plutôt que sur les PI. Cet avantage est largement indépendant de la performance ; en d'autres termes, il est également effectif lorsque les ME ne réalisent pas systématiquement une performance supérieure à celle des PI. Aussi les investisseurs peu enclins au risque, pour autant qu'ils investissent en actions, devraient-ils prendre eux aussi les ME en considération. Contrairement à l'opinion générale, les placements sur ces marchés ne devraient pas être motivés au premier chef par des considérations de rendement, donc par la spéculation, mais surtout servir à réduire le risque. Une large diversification est toutefois indispensable. C'est alors seulement que l'effet de diversification est à peu près garanti est calculable.

Les marchés émergents resteront-ils synonymes de rentabilité élevée ?

Même si les placements sur les ME paraissent intéressants du seul point de vue de la diversification, la rentabilité escomptée constitue la véritable

motivation de l'investisseur. L'évaluation des perspectives de rentabilité stratégiques des ME est fondée d'une part sur des considérations économiques et politiques à long terme, notamment sur les facteurs qui déterminent la croissance économique, et, de l'autre, sur le niveau d'évaluation général du marché. Les considérations économiques spécifiques nécessaires dans chaque cas dépasseraient le cadre de ce travail. Aussi nous contenterons-nous, dans ce qui suit, d'exprimer quelques réflexions d'ordre général quant aux perspectives de croissance et de rentabilité des ME.

Divers facteurs invitent à penser que les taux de croissance des ME resteront élevés :

1. Production extrêmement avantageuse grâce à une main-d'œuvre peu coûteuse, à des normes moins strictes en matière de lutte contre la pollution et à une réglementation moins touffue.

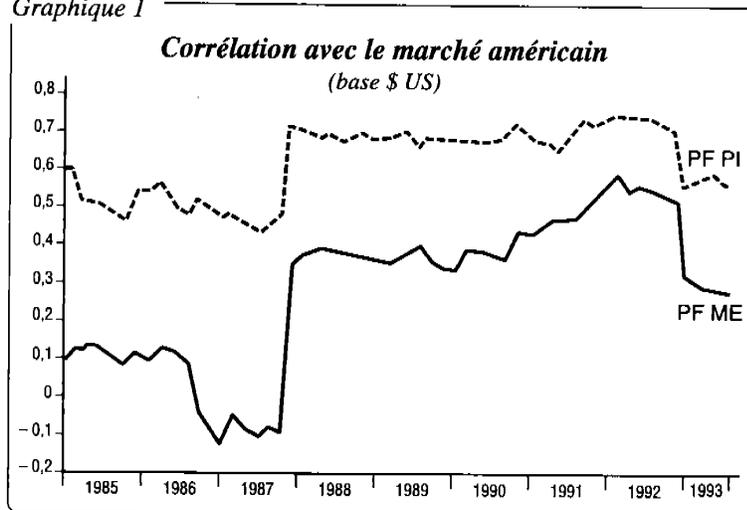
2. La demande latente est particulièrement importante. Aucun signe de saturation n'est perceptible pour l'instant. De plus, certains pays disposent d'un immense marché intérieur.

3. La réorientation de la politique économique commune à porter ses fruits dans divers pays.

En principe, la surcroît de croissance dont devraient jouir les ME se traduira, pour les bourses correspondantes, par une performance supérieure si elle n'est pas déjà prise en compte par le marché. Or la forte progression enregistrée ces dernières années invite précisément à penser que c'est le cas : autrefois généralement inférieurs à 10, les rapports cours/bénéfices s'écrivent maintenant avec deux chiffres, et il n'est pas rare qu'ils soient supérieurs à 20. Au niveau actuel, il ne faut certainement plus s'attendre à des plus-values comparables à celles enregistrées ces dernières années, à l'époque des pionniers, dans les pays d'Amérique latine par exemple. En revanche, compte tenu des progrès de la déréglementation, de la privatisation d'entreprises publiques et de la modernisation des économies, tous les ME sont encore en mesure d'accroître considérablement leur efficacité, ce qui n'est pas encore escompté dans les cours. De plus, les rapports cours/bénéfices sont comparables, voire supérieures dans les PI ; or ces derniers ne jouissent pas de perspectives aussi favorables. Des plus-values dignes de l'époque des pionniers sont encore possibles dans les pays de l'ancien bloc socialiste et dans certains pays d'Afrique.

Les ME sont donc en mesure, en dépit d'un niveau d'évaluation élevé en comparaison historique, de générer ces prochaines années une rentabilité supérieure à celle des PI. L'investisseur doit néanmoins être conscient du fait que les placements sur ces marchés ont un caractère plutôt stratégique et à long terme.

Graphique 1



Les calculs du optimal ont été effectués sur la base de trois actifs, en l'occurrence le marché domestique de l'investisseur, le portefeuille équilibré de placements sur les ME et celui investi dans les PI. On renonce de ce fait à l'information que constituent les différentes covariances ; en revanche, on ne risque pas, lors de l'optimisation, d'être victime de covariances accidentellement basses. Le risque et la rentabilité des cinq dernières années sont pris en considération, excepté dans le cas de l'Indonésie, pour laquelle seules les données des trois dernières années sont disponibles.