

LES INVESTISSEMENTS AMÉRICAINS SUR LES MARCHÉS BOURSIERS ÉMERGENTS

SCOTT E. PARDEE*

D'un point de vue historique, les investisseurs américains se sont principalement concentrés sur les marchés financiers domestiques, profitant de leur large gamme d'opportunités en matière de prise de risque et de rentabilité. Quelques investisseurs américains ont été très actifs pendant plusieurs années sur les marchés boursiers d'Europe et du Canada. Mais au cours des années 1980, ils ont généralement placé de fortes sommes au Japon, lorsque le marché boursier de ce pays s'est développé. Dans les années 1990, les investisseurs américains se sont de plus en plus tournés vers une gamme de marchés plus large, incluant désormais les marchés soi-disants émergents de pays en voie d'industrialisation. Les raisons de cette croissance des investissements boursiers internationaux varient d'un investisseur à l'autre, mais on peut retenir quatre aspects.

349

1. Les investisseurs américains cherchent à diversifier leurs risques. L'économie américaine est encore encline à de larges oscillations dans les affaires, provoquant de fortes fluctuations des prix des titres. Même avec des opérations de couverture avisées et des techniques d'indexation, il est des moments où il est plus sage pour les investisseurs de retirer complètement leur argent du marché américain ; et plutôt que de laisser les fonds oisifs pendant ces périodes, ils peuvent porter ceux-ci sur les marchés étrangers où les prix des titres augmentent. En effet, si l'on excepte les événements de type cataclysme, comme l'effondrement du marché boursier américain en octobre 1987, qui a déclenché des liquidations (*sell-off*) sur plusieurs marchés étrangers, la corrélation des prix sur les marchés boursiers de différents pays reste faible. Les gestionnaires de portefeuille professionnels en particulier ont compris qu'ils pouvaient gagner une avance sur leurs concurrents en investissant avec succès sur les marchés étrangers, et ils cherchent à obtenir une plus grande liberté de la part des propriétaires des fonds qu'ils gèrent pour se diversifier sur ces marchés. Il existe plusieurs dizaines de sociétés d'investissement aux États-Unis consacrées à la gamme des investissements possibles sur le globe.

* *Président Yamaichi International (America), Inc.*

2. Les investisseurs américains sont entrés et sortis des marchés boursiers étrangers en partie pour tirer profit des fluctuations du dollar US contre les autres principales monnaies. Lorsque le dollar US est fort, les investisseurs américains ont tendance à ramener leur argent à la maison, en rapatriant les fonds faibles. Mais lorsque le dollar US lui-même est faible, ou que l'on s'attend à ce qu'il décline contre d'autres monnaies, les investisseurs américains ont appris à transférer leurs fonds à l'étranger pour profiter des possibilités de gains en capitaux résultant de l'augmentation des prix des titres et de l'appréciation des monnaies étrangères contre le dollar US. Ainsi, au cours du premier trimestre 1994, ils ont acheté pour une somme nette de 9,6 milliards de dollars US de titres japonais, anticipant sur la reprise des prix des titres dans ce pays et l'appréciation du yen japonais contre le dollar US. Ils ont eu raison. Les sociétés d'investissement américaines spécialisées dans les titres japonais étaient parmi les plus performantes au cours de la première moitié de l'année 1994.

3. Plusieurs investisseurs américains ont réalisé d'énormes profits en investissant sur les marchés émergents au cours des dernières années. Les économies de nombreux pays d'Asie, d'Amérique latine et même d'Europe se sont développées rapidement, profitant aux investisseurs domestiques et étrangers. D'habitude, avant la hausse de l'activité économique, les prix d'un marché boursier émergent sont déprimés. Les investisseurs craignent les instabilités politiques et économiques, et sont souvent découragés par la nature rudimentaire des bourses elles-mêmes. Mais lorsque la croissance économique reprend et que les sociétés privées deviennent de plus en plus rentables, les investisseurs commencent à acheter des titres avidement. Les gouvernements contribuent à l'émergence du marché en votant des lois boursières qui protègent les investisseurs ; les bourses aussi adoptent des procédures adaptées pour le règlement et les compensations, qui assurent une exécution plus efficace des négociations. Certains gouvernements ajoutent à cette incitation en privatisant des monopoles détenus par l'Etat, en vendant des actions de sociétés téléphoniques, électriques, pétrolières, et autres, à des prix très attractifs. Avec la forte hausse de la demande, les prix des titres peuvent se trouver multipliés par cinq ou par dix. Ainsi certains investisseurs qui ont acheté tôt ont réalisé des fortunes. Pour cette raison les investisseurs américains achètent aujourd'hui des sociétés d'investissement consacrées aux marchés boursiers d'anciens parias politiques comme la Russie et le Vietnam et à ceux des parias actuels comme la Chine (*Mainland China*). Ces investissements sont considérés comme hasardeux, mais leur rendements peuvent s'avérer bien meilleurs que ceux assurés par des placements réalisés sur des marchés boursiers plus matures.

4. Les investisseurs américains ont été pressés d'acheter des titres

étrangers par les intermédiaires financiers, comme les banques commerciales, les banques d'investissements et les sociétés de courtage. En effet, ces intermédiaires ont monté d'habiles campagnes de commercialisation, particulièrement en faveur des marchés émergents. Les intermédiaires peuvent gagner de substantiels honoraires et commissions de placement (*underwriting fees*) en présentant de nouveaux titres aux investisseurs. Par exemple, l'année dernière, peu après que le gouvernement argentin eut passé un accord avec les banques internationales pour restructurer ses emprunts, laissant ces banques avec de lourdes pertes, le même gouvernement a privatisé une forte part de sa société pétrolière d'Etat. Et la tranche internationale de cette offre de titres, estimée à 2,9 milliards de dollars US, a rapporté quelque 110 millions d'honoraires et commissions aux banques et maisons de courtage engagées dans le syndicat de prise ferme (*underwriting syndicat*). Le titre a rapidement gagné une prime par rapport à son prix d'offre initial. Ainsi, le message adressé aux banquiers est simple : pourquoi prêter à des pays quand vous pouvez faire mieux en titrisant leurs actifs et en les vendant aux investisseurs internationaux ? Aux Etats-Unis, les banques d'investissement et les maisons de courtage recrutent actuellement d'anciens responsables des prêts (*loan officers*) de banques commerciales qui s'étaient spécialisées dans l'Amérique latine, pour les aider dans les syndicats de prise ferme et la gestion des portefeuilles consacrés aux investissements dans ces pays. D'autre part, le message à l'attention des investisseurs est également clair : il est parfois profitable d'écouter votre agent de change, même si il (ou elle) recommande un titre d'une société ou d'un pays qui vous était auparavant inconnu.

351

D'après les statistiques du Trésor américain, les achats nets de titres par les investisseurs américains sur les marchés émergents sont passés de 4,1 milliards en 1991 à 23,6 milliards en 1993¹. Cette année, le rythme de tels investissements s'est ralenti, avec seulement 2,3 milliards de dollars US investis au cours du premier trimestre. En 1993, les plus fortes croissances des investissements ont été enregistrées à Hong Kong, 6,2 milliards de dollars US ; au Mexique, 5,3 milliards de dollars US ; en Argentine, 2,3 milliards de dollars US. Au cours du premier trimestre de 1994, il y a eu un net retrait des fonds hors de plusieurs pays, particulièrement Hong Kong et la Turquie. Ces retraits coïncident avec, ou contribuent à, de fort déclin de ces marchés boursiers. Le total des investissements américains est monté à 66,5 milliards de dollars US en 1993 et a continué de progresser au

¹ Les définitions des pays de marché émergent varient selon la PNB per capita ou la capitalisation du marché. Le seul marché que j'ai inclus et qui pourrait prêter à controverse est celui de Hong Kong, mais, selon moi, ce marché concentre l'attention des investisseurs cherchant à profiter de l'émergence de la Chine (Mainland Chine).

début de l'année 1994, jusqu'à 17,8 milliards au cours du premier trimestre seulement².

Par comparaison, les achats nets américains de titres en France ont fluctué entre 500 millions et 2 milliards de dollars US au cours des dernières années, avec de larges oscillations mais pas d'augmentation apparente ; même si les investisseurs américains suivant désormais le marché financier français de près. Toutefois, si une importante reprise se produisait, les investisseurs américains pourraient placer près de 5 milliards de dollars US en France, ce qui renforcerait la reprise. Mais, de façon plus inquiétante, une forte baisse des prix en France pourrait inversement les inciter à liquider leurs portefeuilles antérieurs, provoquant de notables sorties de capitaux, et ajoutant au déclin du prix des titres.

Dans une large mesure, l'augmentation de l'investissement à l'étranger en 1993 a reflété les conditions économiques américaines. De la fin 1992 au début 1994, la Réserve fédérale a maintenu une politique monétaire d'accommodement, tenant le taux des rendements des bons d'Etats (*Federal funds*) à 3 % par an, à un moment où le taux d'inflation avoisinait aussi les 3 % par an. Comme l'a expliqué Alan Greenspan, le président de la Réserve fédérale, cela a représenté un taux d'intérêt réel égal à zéro. Les investisseurs ont répondu en plaçant leur argent dans d'autres instruments rentables, comme les titres et les obligations. Et une partie de ces fonds ont été portés à l'étranger sur des marchés des titres et des obligations qui paraissaient prometteurs, y compris les marchés boursiers émergents.

Au début de l'année 1994, cependant, plusieurs marchés boursiers émergents ont souffert de soudains déclin dans les prix. Principalement, les marchés s'étaient développés trop rapidement, les prix augmentant bien au-delà des gains potentiels courants des sociétés cotées. Aussi, au sein de ces marchés, les sociétés ont émis de nouveaux titres pour profiter du prix élevé de leurs propres actions, et les gouvernements nationaux ont accéléré les offres de privatisation. Ainsi, l'offre de titres a soudainement dépassé la demande ; et lorsque les prix des titres ont diminué sur ces marchés, les investisseurs américains ont commencé à tirer leurs bénéfices.

² *Le Trésor américain fait de son mieux pour collecter des statistiques exactes et pertinentes sur les investissements boursiers, mais je ferai deux avertissements. 1) Certains investisseurs américains négocient par l'intermédiaire de centres financiers off-shore, comme les Bahamas, et les investissements réalisés, pour leur propre compte, par ces centres en direction d'autres pays ne seraient pas enregistrés comme allant vers ces autres pays. 2) Certains investisseurs étrangers négocient au moyen de comptes tenus aux Etats-Unis, et leurs achats et leurs ventes de titres réalisés sur leurs propres marchés seraient enregistrés comme des négociations opérées par des investisseurs américains. Autant que mon expérience me permette d'en juger, les statistiques du Trésor américain sont bonnes dans la mesure où elles indiquent la direction dans laquelle les fonds se dirigent, et leur ordre de magnitude, mais elles sont loin d'être exactes.*

Egalement, la Fédérale réserve a resserré la politique monétaire. Depuis le 4 février puis dans les mois suivants, la Fed a augmenté le taux des bons d'Etat de 3 % à 4,25 % par an. En conséquence, les investisseurs américains ont réalisé leurs titres en espèces, les retirant des marchés des titres et des obligations américains, lesquels ont enregistré une baisse. Ils ont aussi retiré leurs fonds de nouveaux marchés exotiques à l'étranger. De fait, comme on l'a dit, les bons d'Etat américains ont été réellement retirés de plusieurs pays sur une base nette.

Les responsables du gouvernement et les participants sur plusieurs marchés émergents discutent les coûts et les bénéfices de tels flux de capitaux flottants en provenance de l'étranger. Lorsqu'un nouveau marché émergent commence à se développer, l'incitation initiale d'achat provient des investisseurs locaux. En effet, ils peuvent mieux apprécier l'amélioration des conditions politiques et économiques en cours, et ils sont mieux informés sur les sociétés cotées sur les bourses locales. Les investisseurs locaux mobilisent principalement les épargnes domestiques pour acheter les titres ; mais dans plusieurs cas ils commencent aussi à rapatrier des fonds de l'étranger. Ce rapatriement peut être direct ; les investisseurs achètent en leurs propres noms, reflétant une nouvelle confiance dans la prospérité de leur nation (et leur volonté de payer des impôts). Mais le rapatriement peut être aussi indirect. Lorsque les investisseurs locaux achètent des titres par le biais d'intermédiaires étrangers (pour maintenir leur incognito ou pour éviter les impôts), leur apport de fonds sur les marchés boursiers semble être le fait d'investisseurs étrangers. Les investissements opérés par de vrais étrangers s'ajoutent encore à ces rapatriements. Au total, il arrive que les investisseurs étrangers investissent sur un marché avant les investisseurs locaux, mais en règle générale ils suivent. De fait, dans certains cas, les investisseurs locaux achètent en espérant que les investisseurs étrangers s'engageront sur le marché et pousseront les prix à la hausse. Bien sûr, dans la plupart des cas, les prix augmentent trop fortement, et lorsqu'ils diminuent les investisseurs jouent des pieds et des mains pour conserver leurs bénéfices ou éviter des pertes. Les gestionnaires de portefeuilles américains ont appris que lorsque les marchés boursiers émergents déclinent, ils perdent leur liquidité, et les investisseurs cherchant à vendre peuvent soudainement ne plus trouver que de rares acheteurs, voire aucun.

Les êtres humains sont les mêmes partout. Nous aimons tous investir sur les marchés boursiers en hausse ; tous les investisseurs qui nous rejoignent et favorisent une augmentation supplémentaire des prix sont les bienvenus. Mais nous sommes tous fâchés lorsque les prix chutent ; et tous, nous en voulons particulièrement aux autres investisseurs qui vendent sur un marché en baisse et contribuent à la chute des prix, même si nous pouvons

également chercher à vendre au même moment. En novembre 1987, lorsque le marché boursier américain s'est effondré, plusieurs hommes politiques à Washington ont blâmé les investisseurs japonais pour leur responsabilité dans le krash. Une xénophobie analogue colore le débat sur les pays à marchés émergents qui ont enregistré des baisses de prix en 1994.

Après les baisses initiales au début de l'année 1994, les prix sur plusieurs marchés émergents ont rebondi, bien que peu d'entre eux eussent retrouvé leurs niveaux de la fin de l'année 1993. La croissance économique domestique continue rapidement, favorisant une base solide de bénéfices de société (*corporate earnings*). L'argent américain retourne aussi vers ces marchés.

La plupart des mécanismes d'investissement désormais en place sont tels que l'argent neuf se dirigera vers les marchés étrangers presque automatiquement, et que le total investi s'accumulera avec le temps. Par exemple, les caisses de retraite américaines. Le total de tels fonds dépasse désormais les 3,5 milliards de dollars US et a augmenté à un taux de 12 % par an. La composante étrangère reste faible ; en 1993 les caisses de retraite mandatées ont investi quelque 200 milliards de dollars US, soit 5,7 % du total, sur les marchés étrangers. En l'an 2000, en supposant un taux de croissance annuelle de 8 %, le total des caisses de retraites aura augmenté de 6 milliards de dollars US. En supposant la même part actuellement investie à l'étranger, ce montant passera à 340 milliards de dollars US. De fait, dans la mesure où la diversification internationale devient de plus en plus populaire, la proportion du total des fonds investis à l'étranger par les caisses de retraite américaines passera, par exemple à 10 %, soit à 600 millions de dollars US. Les xénophobes commettraient une sérieuse erreur en laissant cet argent hors des marchés, ou en les dirigeant vers d'autres marchés.

On peut s'attendre dans les années à venir à une certaine volatilité des flux de fonds en direction et hors des différents marchés. Toutefois, si le gouvernement d'une économie émergente parvient à réaliser des politiques de forte croissance, de contrôle de l'inflation, et de modernisation des marchés financiers, alors les investisseurs de long terme comme les caisses de retraite poursuivront leurs investissements initiaux sur ces marchés.