

MARCHES EMERGENTS QU'ANNONCENT LES MAUVAISES PERFORMANCES DES MOIS PASSES ?

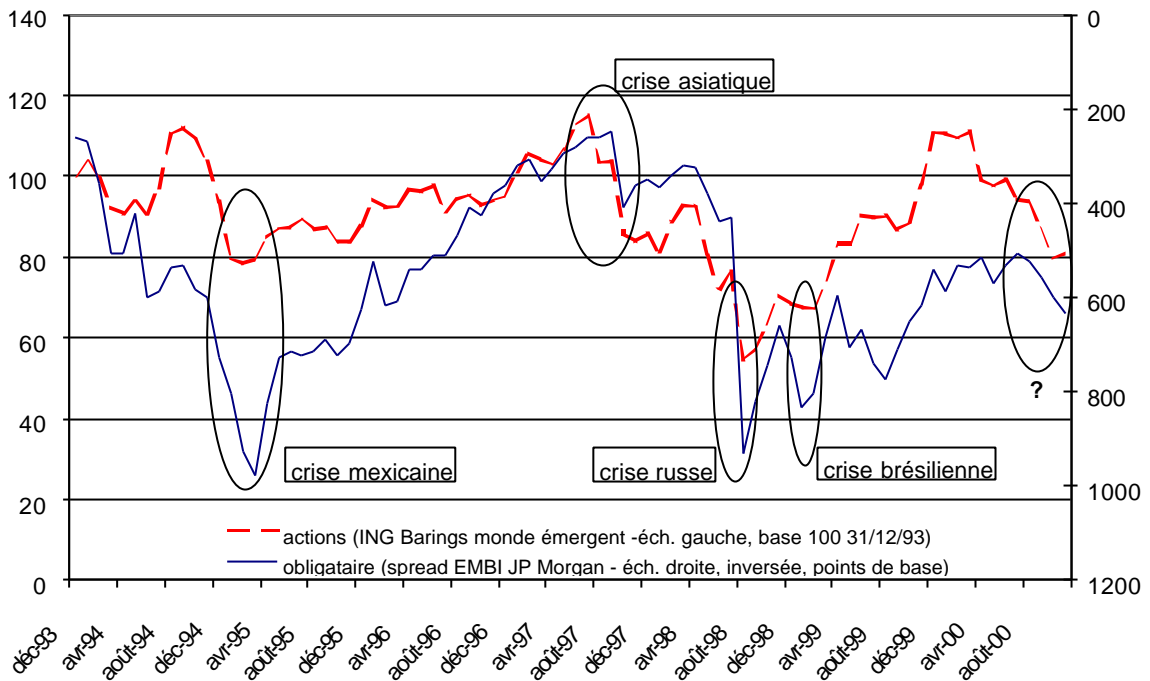
Thierry Apoteker, directeur, T-A-C

Résumé : Les performances des marchés émergents ont été très décevantes, depuis avril 2000 pour les actions, depuis la fin de l'été pour les instruments internationaux de taux. Les reculs observés sur ces marchés reflètent à la fois des inquiétudes ponctuelles sur certaines des places les plus importantes, et une dynamique macroéconomique affectée par la hausse des prix du pétrole et les perspectives de ralentissement économique mondial. Il reste que les soutiens «fondamentaux » restent favorables, à l'exception de signaux de risque fort sur quelques pays (Argentine en particulier). Ce sont donc très largement des considérations spécifiques aux processus d'allocation d'actifs chez les grands investisseurs internationaux, indépendantes des évolutions macroéconomiques des pays émergents, qui peuvent expliquer ces mauvaises performances, auxquelles s'ajoutent des préoccupations quant aux risques de contagion entre pays en cas de difficultés ponctuelles sur tel ou tel grand marché. Ceci suggère que les évolutions à court terme resteront négatives, mais avec une différenciation croissante entre pays et entre instruments.

Les marchés boursiers et obligataires des pays émergents ont enregistré au cours des mois passés des performances médiocres, voire très mauvaises : l'indice « monde émergent » d'ING Barings en dollar affiche un recul de 27% entre la fin 1999 et le 14 novembre 2000, avec un retournement spectaculaire à partir d'avril 2000, effaçant ainsi plus de la moitié de la hausse observée après la crise russe (+104% entre fin août 1998 et fin mars 2000) ; le spread moyen associé à l'indice EMBI+ de JP Morgan s'est quant à lui retourné à la hausse à partir du début septembre, après une amélioration quasi-continue depuis le mois d'août 1999 (de 1234 pb le 5/8/99 à 634 pb le 6/9/00). A mi-novembre, ce spread moyen représentatif d'un large univers de titres internationaux libellés en devises internationales s'établissait à xx pb.

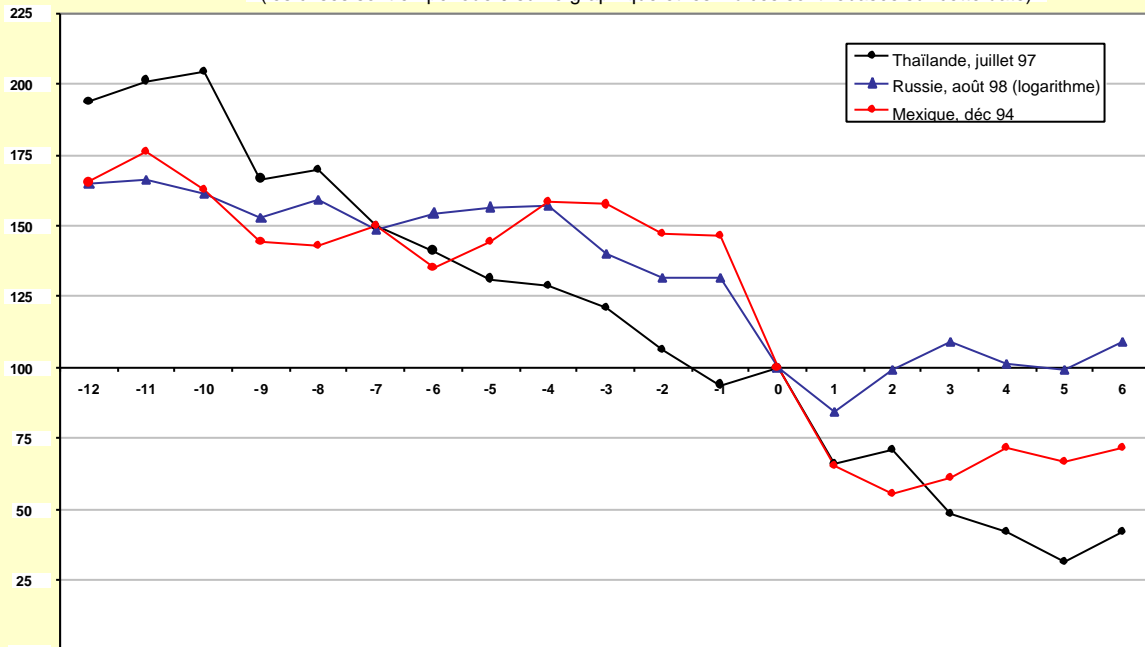
Lorsqu'on replace ces évolutions récentes dans une perspective de plus long terme, cette rechute des marchés obligataires et actions suscite une interrogation forte : de fait, au cours des 6 dernières années, les performances des marchés émergents sont caractérisées par des grandes vagues de progressions brutalement interrompues par des crises économiques ou financières majeures : crise mexicaine fin 1994, crise asiatique en 1997-98 suivie des crises russe et brésilienne en 1998-99.

EVOLUTION D'ENSEMBLE DES MARCHES EMERGENTS 1994-2000



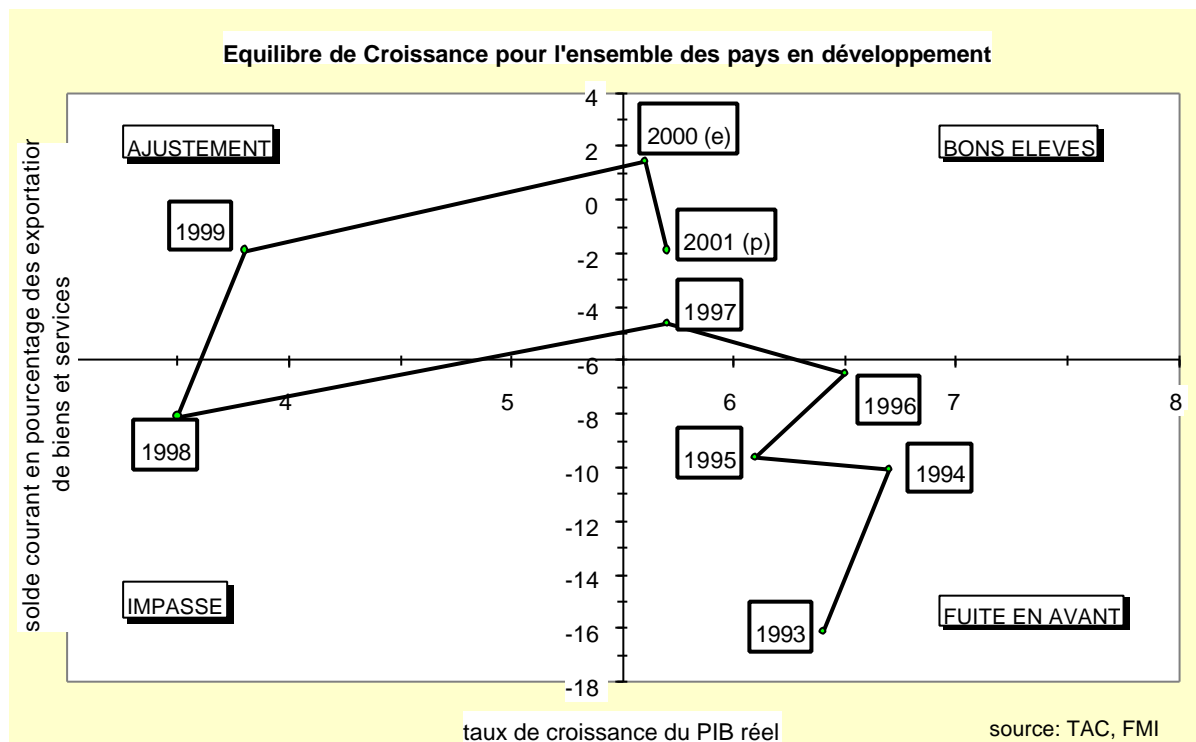
On constate par ailleurs que les marchés ont à chacune des ces crises mieux «anticipé» que les économistes les turbulences à venir. Dans ce contexte, il est légitime de s'interroger sur la signification des baisses de marchés enregistrées au cours de l'année 2000.

Comportement des indices boursiers ING Barings (en USD) 12 mois avant les crises
 (les crises sont en période 0 sur le graphique et les indices sont rebasés sur cette date)



La situation macroéconomique et macro-financière des pays en développement s'est, en moyenne, sensiblement améliorée depuis 1997-98.

Lorsqu'on examine les principaux indicateurs macroéconomiques des pays en développement, force est de constater que la situation est bien meilleure qu'au cours des années précédentes : en particulier, la combinaison de croissance et d'équilibre des paiements courants s'est sensiblement améliorée, de même que les indicateurs globaux de solvabilité externe :



Les pays ayant enregistré des crises fortes au cours des dernières années sont, dans l'ensemble, sortis avec succès des déséquilibres macroéconomiques les plus périlleux : c'est naturellement le cas du Mexique, dont l'ajustement post-tequila, soutenu par l'intégration commerciale nord-américaine, a permis, pour la première fois, de découpler le cycle économique et financier du cycle politique, malgré la «révolution» qu'a constitué l'échec du PRI aux dernières élections présidentielles de l'été 2000. C'est également le cas des pays asiatiques, en particulier la Corée et la Malaisie, mais aussi, dans une moindre mesure, la Thaïlande, les Philippines et même l'Indonésie. Enfin, la Russie a réussi, au moins à court terme, à sortir «par le haut» de la rupture de l'été 1998, et le Brésil s'est rétabli beaucoup plus rapidement que prévu. Aujourd'hui, aucune région géographique n'affiche de symptômes généraux de difficultés significatives, à tel point d'ailleurs que les fonds levés par l'ensemble des marchés émergents jusqu'à octobre 2000 ont été très largement supérieurs aux totaux de chacune des deux années précédentes (USD 195 mds, dont USD 74 mds sous forme obligataire, USD 34 mds par émissions d'actions, et USD 87 mds en crédits syndiqués, à comparer à un total de USD 157 mds en 1998 et USD 174 mds en 1999). De même, l'évolution globale des notations des agences de rating a été favorable au cours des 12

derniers mois : Standard & Poor's a ainsi procédé, depuis novembre 1999, à 29 relèvements (changement de rating ou améliorations des perspectives), contre seulement 10 abaissements¹.

Mais, partout, on trouve à la fois des incertitudes sur l'impact de l'environnement extérieur des pays en développement en 2001-2002, et des motifs d'inquiétude ponctuelle, microéconomique ou politique.

Au-delà des évolutions globales positives et rassurantes, chaque grande zone géographique affiche, ici ou là, des évolutions qui inquiètent les investisseurs internationaux : faillites des chaebols en Corée, tensions politiques aux Philippines et en Indonésie, incertitude électorale en Thaïlande, tensions militaires au Moyen-Orient, troubles politiques dans les pays andins, difficultés juridiques et institutionnelles en Russie... Certes, ces éléments ne paraissent pas suffisants, en eux-mêmes, pour provoquer un véritable retournement macroéconomique, mais ils nourrissent les interrogations sur la pérennité de ces performances à moyen terme, et entraînent à la fois des pressions baissières sur les marchés des changes et un certain « attentisme » de la part des entreprises, domestiques dans les pays affectés comme internationales pour les grands groupes cherchant à investir dans le monde en développement.

Or, ces éléments ponctuels défavorables se sont multipliés à un moment où les éléments clés de l'environnement international des pays en développement sont devenus moins favorables : la synchronisation de la dynamique de croissance entre Etats-Unis et Europe a laissé la place à une anticipation de « soft landing » américain et de plafonnement de la croissance européenne, alors même que les politiques monétaires sont restées plus restrictives. Un tassement de l'activité des grands pays industrialisés pèsera mécaniquement sur la progression des exportations des pays en développement, affectant à la fois un des moteurs des économies domestiques et les performances en matière de soldes externes. Mais tant que la réalité du tassement cyclique américain ne sera pas concrétisée aux yeux de la Réserve Fédérale, et que les pressions sur les coûts (prix du pétrole, salaires) ne s'assagiront pas en Europe, cette perspective de tassement de l'activité mondiale ne sera pas compensée par un allègement sur le front des taux d'intérêt, en particulier aux Etats-Unis : autrement dit, cette fin de 2000 se caractérise par la « plus mauvaise combinaison » entre anticipation de croissance et niveau constaté des taux d'intérêt directeurs.

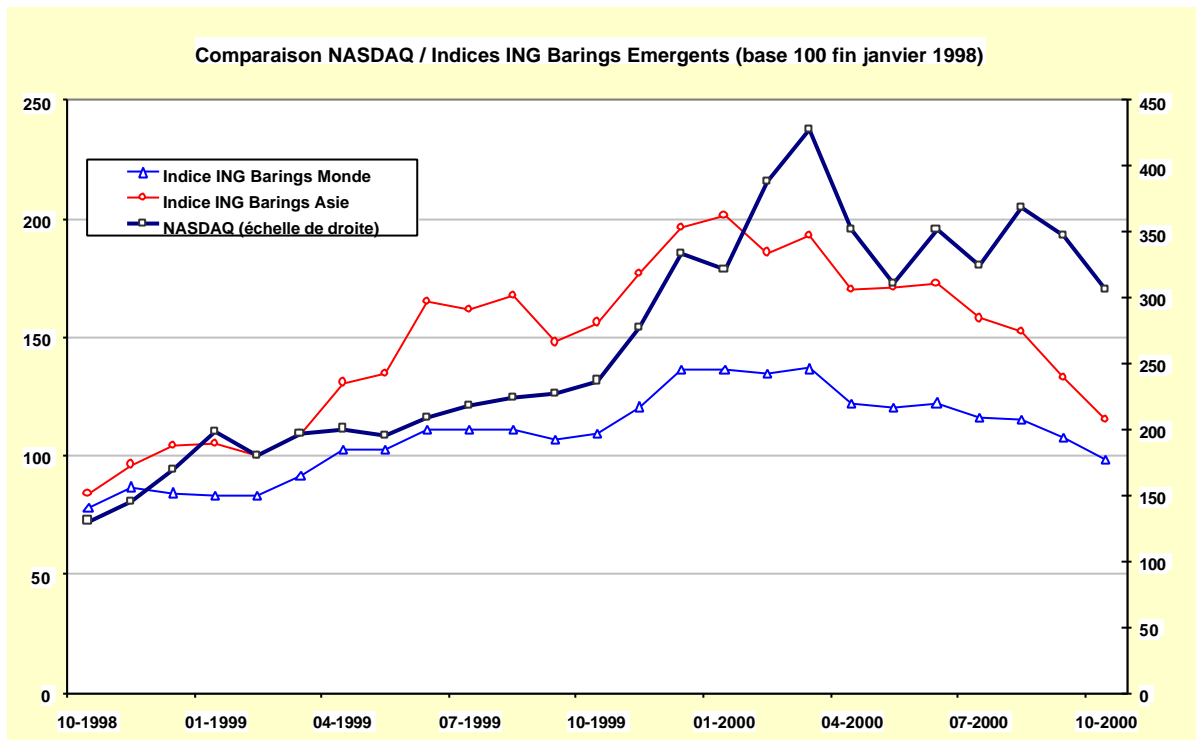
C'est surtout l'intégration croissante des marchés émergents dans une classe plus large d'actifs « à risque », associée à un retournement de la perception des investisseurs face précisément au risque global des portefeuilles, qui permet de comprendre les évolutions récentes.

Lorsqu'on examine par ailleurs l'évolution de la structure globale des instruments financiers gérés par les investisseurs internationaux, les années 1998-2000 ont vu un tarissement relatif des fonds dédiés aux marchés émergents, et l'apparition très marquée de stratégie de gestion définissant une part à affecter aux « actifs risqués », quelle qu'en soit la nature. Les instruments des marchés émergents sont donc largement devenus des éléments parmi d'autres destinés à rehausser les rendements attendus des portefeuilles, aux côtés des valeurs technologiques ou même cycliques et des obligations à haut rendement émises par des entreprises des pays industrialisés. Dans ce cadre, les performances positives affichées par les marchés émergents jusqu'aux retournements de 2000, sont allées de pair avec un appétit

¹ Par comparaison, au cours de la période novembre 1998 - novembre 1999, S&P's avait procédé à 17 upgrades et 13 downgrades ; le ratio synthétique : (upgrades – downgrades) / (nombre total de changements), est ainsi passé de +0.13 à +0.48 entre ces deux périodes 98/99 et 99/00.

croissant des investisseurs pour les actifs risqués, dans une dynamique « d'euphorie » dont chacun sait qu'elle porte en germe les conditions d'un choc en retour.

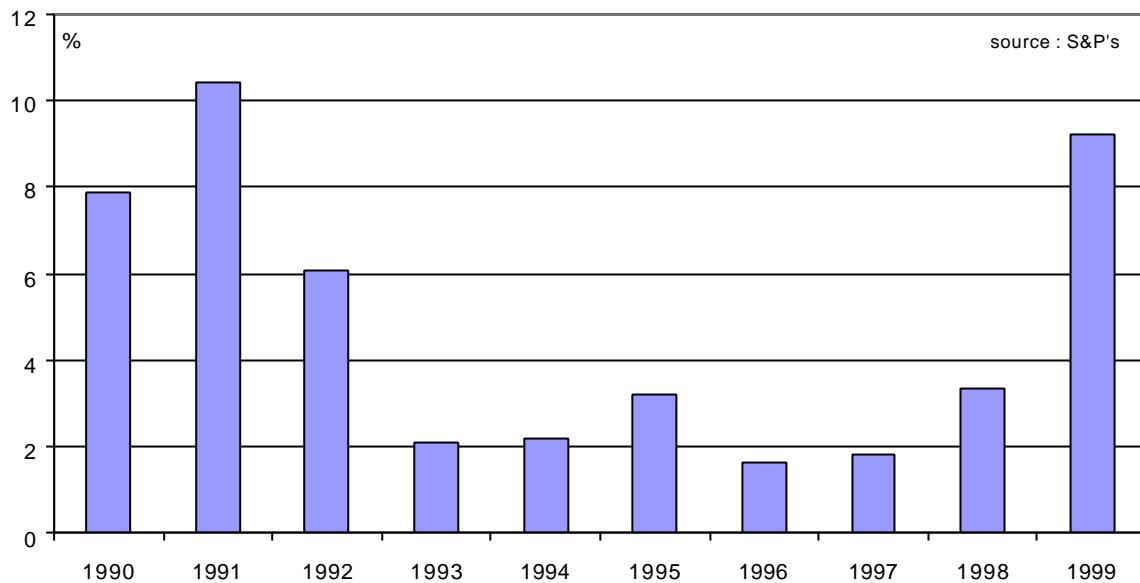
Du point de vue des marchés actions, ceci s'est doublé du fait que le poids des valeurs TMT dans les indices des pays asiatiques est particulièrement élevé, alors même que le poids des pays asiatiques eux-mêmes dans l'ensemble « actions émergentes » est dominant : une « sortie » globale des valeurs technologiques a donc un effet direct sur l'évolution des indices boursiers émergents, comme le montre très clairement le lien fort entre Nasdaq et l'indice global ING Barings.



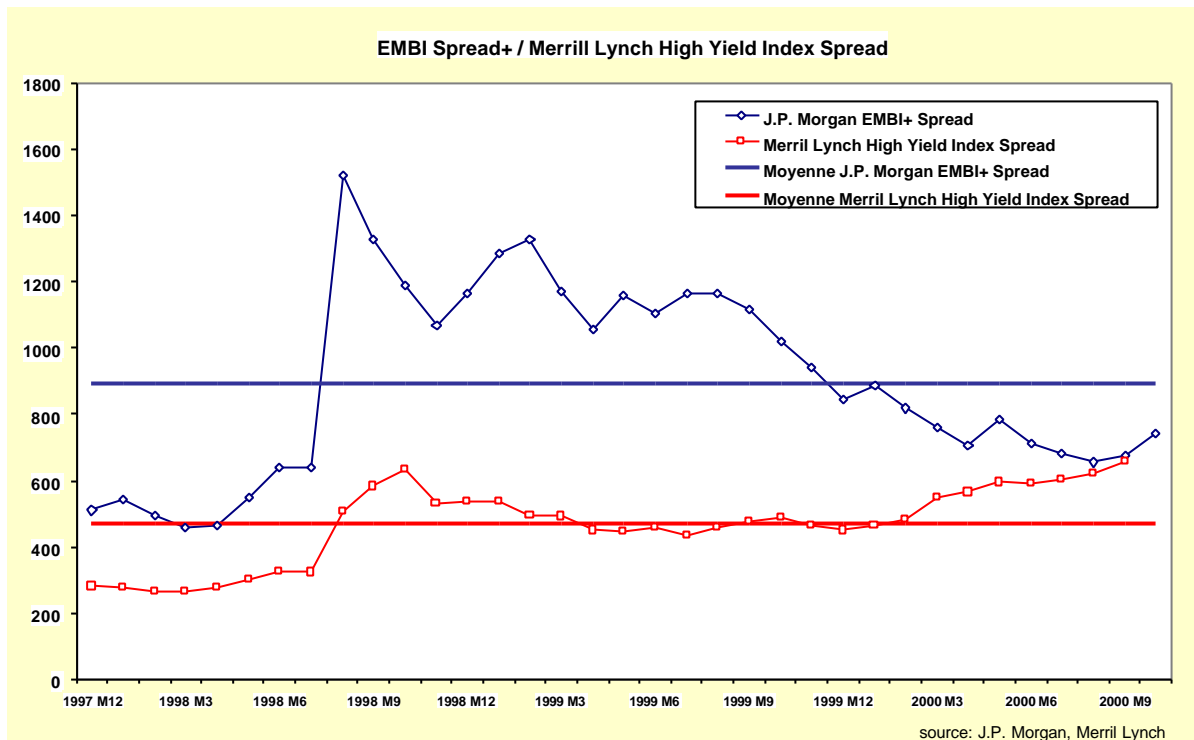
En ce qui concerne les marchés obligataires, la transmission s'opère entre « high yield » et titres internationaux d'émetteurs de marchés émergents. Or là encore, la montée des risques, en particulier aux Etats-Unis, a conduit mécaniquement à un élargissement des spreads entre émetteurs « investment grade » et les autres, de 334 pb à la fin de 1999 à 492 pb fin septembre 2000, et xx pb à mi-novembre². Cette dégradation elle-même est rationnelle, car elle correspond, avec retard, à la montée spectaculaire du taux de défaut sur les emprunts à hauts rendements observée depuis 1998 :

² Spreads synthétiques calculés par Merrill Lynch

TAUX DE DEFAUT DES EMETTEURS US "SPECULATIVE GRADE"

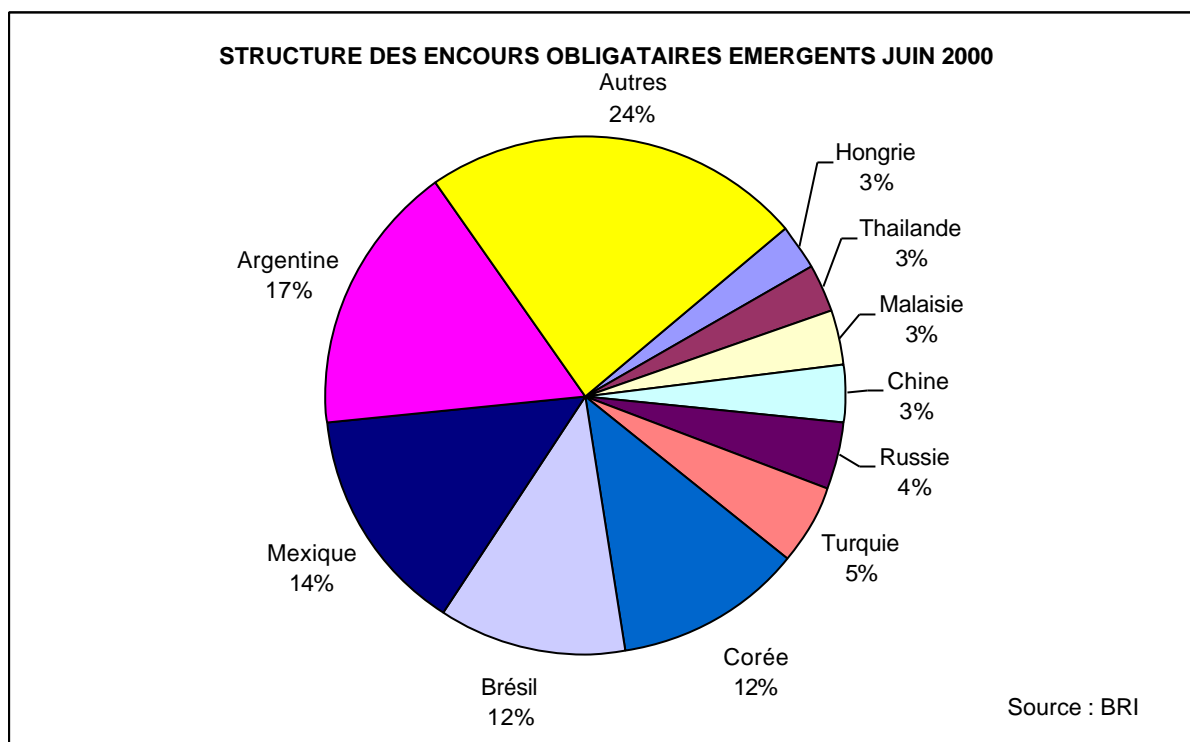


Initialement, c'est-à-dire au début de 2000, cet élargissement des spreads ne s'est pas transmis aux instruments obligataires émergents, et l'écart entre ces deux « sous-catégorie » d'une même classe d'actifs risqués s'est considérablement contracté. Après avoir enregistré un pic à 1016 pb fin août 1998 après la crise russe, le différentiel entre le rendement moyen des obligations émergentes (base EMBI+) et celui des titres américains « speculative grade » (base Merrill Lynch) s'est réduit à 531 pb en octobre 1999, puis 117 pb en juin 2000 et seulement 34 pb fin août 2000. La faiblesse de cet écart constitue une anomalie, au moins au regard des évolutions de plus longue période, et justifie donc ex post la remontée brutale des spreads émergents depuis fin septembre 2000. Là encore, c'est une rationalité « financière » des investisseurs et leurs opérations d'arbitrage face à une perception globale du risque qui peut expliquer le retournement récent des spreads sur les titres émergents, davantage qu'une logique « intrinsèque » à la situation des pays.



Enfin, la concentration des risques sur quelques pays « majeurs » pour les marchés, en particulier l'Argentine, crée les conditions d'une contagion « préemptive » possible.

La situation de l'Argentine constitue indiscutablement une source majeure et justifiée de préoccupation des investisseurs internationaux : avec un poids « exorbitant » de la dette extérieure, un besoin récurrent de nouveaux financements externes pour combler un déficit structurel des paiements courants, une croissance faible et une marge de manœuvre de politique économique extraordinairement réduite, les questions quant à la capacité du pays à trouver les ressources nécessaires au bouclage financier de 2001 et 2002 sont légitimes. Mais l'Argentine est le premier émetteur sur les marchés obligataires émergents (USD 69.4 mds d'encours à fin juin 2000, sur un stock total pays émergent de USD 409.9 mds), et on comprend dès lors facilement que toute crainte sur ce compartiment particulier des actifs émergents ait une influence négative forte sur l'ensemble de la classe d'actifs.



En combinant cette analyse à la précédente, on peut d'ailleurs craindre que la crainte d'une crise argentine devienne « auto-réalisatrice » dès lors que les opérateurs internationaux arbitrent d'une façon générale en défaveur des titres risqués, et que cette sortie rende le bouclage financier de l'Argentine impossible.

Dans ce contexte, les évolutions à venir dépendront à la fois de la perception globale du risque financier par les investisseurs internationaux (aux Etats-Unis en particulier), et de la capacité des pays en développement à réduire leur dépendance aux apports financiers extérieurs.

A court terme, il est peu probable que la montée récente de « l'aversion au risque » se réduise substantiellement ; la sortie des actifs à risque va donc peser mécaniquement sur les performances boursières et obligataires des marchés émergents, même si dans l'ensemble, ces actifs bénéficient d'une situation « fondamentale » plus satisfaisante qu'au cours des deux dernières années. Si on fait l'hypothèse que l'ajustement boursier des valeurs technologiques va toucher à son terme, on en déduit que les performances des marchés boursiers émergents pourraient être meilleures que celles des instruments obligataires, en particulier si le ralentissement aux Etats-Unis conduisait à une amplification des défauts d'entreprises notées « speculative ». Par ailleurs, il est vraisemblable de voir une différenciation croissante entre pays, qui dépendra fondamentalement de deux éléments : d'une part, le besoin de financement externe (balance des paiements courants non couverte par les investissements directs étrangers, à laquelle s'ajoutent les remboursements au titre de la dette extérieure), sachant que de ce point de vue, des pays comme le Mexique, la Pologne ou la Turquie étant nettement plus vulnérables que la Chine, la Corée ou le Chili. D'autre part, dans un contexte d'aversion au risque, tous les éléments « d'inconfort » ou de préoccupation vont peser plus lourdement que par le passé : d'où l'importance de la qualité des politiques économiques menées, au plan des équilibres macroéconomiques (budget, inflation) comme au niveau des réformes microéconomiques (faillite des entreprises, restructurations bancaires).