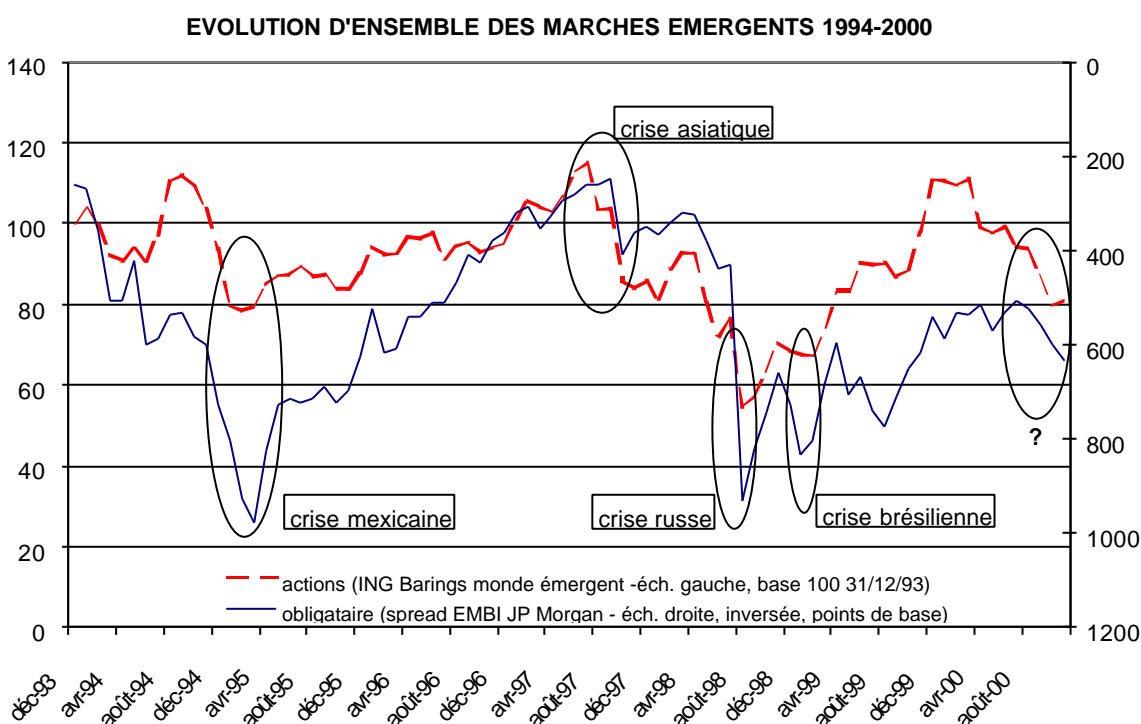


## MARCHES EMERGENTS QU'ANNONCENT LES MAUVAISES PERFORMANCES DES MOIS PASSES ?

Thierry Apoteker, directeur, T-A-C\*

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% depuis fin mars 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, atteignant 755 pb à mi-novembre, après une amélioration quasi-continue depuis le mois d'août 1999.

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.



**La situation macroéconomique 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

\* T-A-C est un cabinet libéral de recherche économique et financière appliquée (<http://www.tac-financial.com>)

années précédentes : la croissance est forte sans déséquilibre extérieur excessif et les indicateurs globaux de solvabilité externe se sont améliorés, conduisant, par exemple, Standard & Poor's à procéder à 29 relèvements de notes souveraines au cours des 12 derniers mois.

Néanmoins, au-delà de ces évolutions globales positives, 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, tensions militaires au Moyen-Orient, troubles politiques dans les pays andins, difficultés institutionnelles en Russie... Certes, ces éléments ne sont 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, à un moment où les éléments clés de l'environnement international des pays en développement sont devenus moins favorables : la fin de 2000 se caractérise par la « plus mauvaise combinaison » entre anticipation de croissance (en baisse) et niveau constaté des taux d'intérêt américains (toujours élevés).

**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, permet de mieux comprendre les évolutions récentes.**

Les années 1998-2000 ont vu un tarissement relatif des fonds dédiés aux marchés émergents, et le développement de stratégies de gestion définissant une part à affecter aux « actifs risqués », quelle qu'en soit la nature. Les instruments des marchés émergents sont donc 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 croissant des investisseurs pour les actifs risqués, dans une dynamique « d'euphorie » qui 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, renforçant le lien avec le Nasdaq. 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, illustrée par la hausse spectaculaire du taux de défaut sur les emprunts à hauts rendements observée aux Etats-Unis depuis 1998, se traduit depuis la fin de l'été par une défiance plus forte des investisseurs à l'égard des instruments émergents, après un resserrement « anormal » de spreads entre titres spéculatifs américains et titres émergents pendant l'essentiel de l'année 2000. Là encore, c'est une rationalité « financière » des investisseurs et les opérations d'arbitrage face à une perception globale du risque qui sont à l'œuvre.

**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 une source majeure de préoccupation des investisseurs internationaux : le poids de la dette extérieure, le besoin récurrent de financements externes supplémentaires, la faiblesse de la croissance faible et une marge de manœuvre de politique

économique extraordinairement réduite alimentent les questions sur le bouclage financier de 2001 et 2002. Comme l'Argentine est le premier émetteur sur les marchés obligataires émergents, ces interrogations ont une influence négative forte sur l'ensemble de la classe d'actifs. En combinant cette analyse à la précédente, on peut d'ailleurs craindre une crise argentine «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 «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, avec des pays comme le Mexique, la Pologne ou la Turquie sans doute plus vulnérables que la Chine, la Corée ou le Chili, compte tenu de leurs besoins respectifs de financements extérieurs en 2001.