

# LES MARCHÉS ÉMERGENTS : UNE ANALYSE EN TERME DE RISQUE-RENDEMENT

HENRI BOURGUINAT\* ET NABIL MENAI\*\*

L'écart entre pays en développement et pays industrialisés demeure toujours aussi impressionnant : l'Inde et la Chine, par exemple, quelles que soient leurs promesses pour l'avenir, avec près de la moitié de la population mondiale, ne contrôlent encore que 10 % du produit mondial. Pourtant, de bons observateurs (tels M. Sushill Wadhvani, de Goldman et Sachs) n'hésitent pas à prévoir que d'ici 10 à 20 ans, le produit de l'ensemble des pays en voie de développement pourrait excéder celui de l'O.C.D.E.. Avec un taux de croissance de 6,5 % prévisible à long terme pour plus de 3 milliards de personnes, la perspective pour ne pas être garantie, n'est pas à exclure entièrement, bien au contraire.

Tout se passe comme si une sorte de basculement paraissait sur le point de s'amorcer. Par rapport aux pays industrialisés traditionnels encore plus ou moins englués dans la récession ou dans ses suites, les nouveaux espaces industriels d'Asie ou d'Amérique Latine, incontestablement, paraissent bien « émerger ».

D'un point de vue financier, le facteur majeur de cette montée en puissance vient bien évidemment du puissant retour de ces pays à l'accès au financement par les marchés internationaux. Ainsi, en 1993, près de 40 milliards de dollars ont été investis dans des actions qu'ils ont émises (1/4 du total du flux des émissions transfrontières) ; selon la Banque Mondiale, l'investissement direct étranger s'est élevé à 56,3 milliards de dollars au cours de cette même année, soit 23,2 % de plus qu'en 1992. En Asie orientale, dans le Pacifique, en Amérique Latine et, tout autant, en Europe centrale, les Bourses ont flambé, les titres de la dette rééchelonnée ont fortement séduit les investisseurs étrangers ; les emprunteurs privés ont tendu à remplacer les emprunteurs souverains (les transferts au privé ont représenté 60 % du total). Tout a paru se passer comme si, avec des marchés financiers qui demeurent encore pris isolément assez étroits, mais

25

---

\* Professeur à l'Université de Bordeaux I, LARE.

\*\* Direction des marchés de capitaux, Société Générale.

qui, pris globalement, représentent une capitalisation de 1300 milliards de dollars, on s'orientait vers un troisième grand compartiment du marché financier mondial, à côté de celui des Etats-Unis et du Japon.

C'est par rapport à cette trajectoire, peut-être un peu trop rapidement extrapolée, que doit être ré-introduite la sévère correction induite par la remontée des taux américains du 4 février 1994. En quelques semaines, les obligations Brady ont baissé de 8 %, les Spreads se sont fortement ouverts, les Bourses - en particulier celles d'Asie orientale - se sont effondrées. Simultanément, le doute s'est un moment installé sur la fameuse «décorrélation» entre les taux de rendements des marchés émergents et ceux des actifs financiers des pays industrialisés. Les stratégies de diversification des fonds d'arbitrage et de pension ont été revues à la baisse. Cet épisode récent confirme ce que l'on avait peut-être d'abord un peu sous-estimé : la très forte volatilité intrinsèque des marchés financiers émergents et leur capacité à reproduire éventuellement le scénario de l'endettement à tout va qui plongea ces pays dans la crise, et qui atteignit son point d'orgue en 1982. En effet, de deux choses l'une : soit la montée des marchés émergents est le signe précurseur d'une redistribution des rôles, les pays «neufs» venant relayer une croissance encore défailante - ou trop timide - de leurs homologues industrialisés et trouvant à mobiliser sur ce secteur du marché financier international, tous les capitaux qui lui sont indispensables. Soit, ils représentent un engouement seulement passager et apparaissent comme le point focal du marché financier mondial où viennent provisoirement se porter des capitaux qui ne trouvent ailleurs que des opportunités de placement à rendement plus faible. A ce moment, il y aurait effectivement risque de formation d'une nouvelle bulle financière : les prix des actifs sous-jacents représentatifs, tirés vers le haut par ces placements spéculatifs, seraient pour un temps surévalués, quitte, ensuite, brutalement, à voir leur trajectoire ascendante être brutalement interrompue; avec, tous les sous-produits habituels, lesquels le risque de voir, une nouvelle fois, ce nouveau produit de mobilisation de l'épargne au profit des pays à retard de croissance, s'interrompre brusquement.

Pour tenter de savoir ce qu'il en est de ce dilemme entre nouveau mode de financement de la croissance et risque de bulle, il convient de passer par deux étapes. D'abord poursuivre l'évolution du risque-rendement, dont l'équilibre sous-tend toute l'évolution récente de ces marchés. Ensuite, tenter de dégager à quelles conditions ces marchés émergents pourraient être susceptibles de devenir un véhicule robuste permettant le financement de la croissance harmonisée de ces pays.

### *Une diversification globalement positive*

#### *Résultats d'ensemble*

Depuis l'introduction de la nouvelle stratégie en matière d'endettement international (plan Brady) la logique qui dominait la mobilité international des capitaux a connu une double rupture.

D'une part, la hiérarchie des marchés née de la globalisation de la finance internationale et qui excluait d'emblée les PVD (considérés comme assez risqués avec la suspension des paiements enregistrée au début de la dernière décennie) du circuit de l'économie financière mondiale semble disparaître. La montée puis l'envol des marchés émergents représentent désormais les fondements d'une nouvelle globalisation.

D'autre part, l'équilibre général sous-jacent au fonctionnement de ce vaste marché semble également évoluer. L'équilibre quantitatif avec éviction des PVD a laissé place à un équilibre par les prix. Les pays émergents ont payé par des rendements extrêmement élevés leur intégration financière.

Finalement c'est par rapport à cette nouvelle appréciation du risque et à ce coût d'accès en termes de rendement que cette nouvelle globalisation doit être à notre avis appréhendée. En d'autres termes c'est le couple traditionnel risque-rendement qui est à l'origine, de la nouvelle diversification financière internationale.

Le retour des pays d'Amérique Latine de certains pays de l'Est et d'Afrique à la croissance et au respect des grands équilibres macro-économiques constituent le point de départ de la nouvelle vague d'internationalisation des marchés. L'ampleur de ce phénomène apparaît comme tout à fait important. Trois exemples inspirés de l'évolution des marchés au cours de 1993 le prouvent.

- Les pays émergents ont levé durant cette période environ 45 milliards de dollars soit 10 % du total des euro-émissions sur le marché international des capitaux.

- Les investisseurs institutionnels ont détenu lors de cette même période 35 milliards de dollars d'obligations Brady (sur un total de 90 milliards) et 15 milliards de dollars de dette rééchélonnée.

- Les investisseurs non résidents contrôlent désormais les 2/3 du marché domestique des bons du trésor mexicain.

Néanmoins cette croissance impressionnante des marchés émergents continue de constituer un sujet d'infinis débats. Le dernier en date concerne l'éventuelle pénurie de l'épargne mondiale. Les tenants et les aboutissants sont toujours les mêmes. Puisqu'il y a une internationalisation des marchés financiers de plus en plus poussée il y a par conséquent des besoins de plus en plus multiples et mondiaux. Dans ces conditions

l'équilibre du système c'est à dire entre l'épargne et l'investissement doit s'effectuer soit à travers la hausse des taux d'intérêt réels soit par une réduction de l'investissement.

En ce qui concerne le premier élément, la hausse récente des taux d'intérêt réels à long terme (plus de 3 % en Grande-Bretagne et plus 2 % aux Etats-Unis depuis le début de l'année) semble de prime abord confirmer la thèse de l'assèchement des réserves mondiales de l'épargne. Néanmoins, c'est par rapport à cette globalisation que l'hypothèse de la pénurie de l'épargne devrait considérée. La validité de cette hypothèse signifie une hausse généralisée des taux réels à la fois dans les pays industrialisés et dans les pays émergents. En effet, la correction observée sur les marchés émergents depuis le début de l'année s'est accompagnée par un relèvement des rendements réels des produits des taux (euro-obligations obligations Brady etc...).

En second lieu l'épargne peut se révéler insuffisante au niveau mondial et par conséquent la mobilité international des capitaux au profit des pays émergents pourrait être freinée. Dès lors les investisseurs privilégieront les placements de proximité offrant de la sécurité. L'achat de titre des pays industriels se substituera au financement des pays émergents.

La cohérence de ce raisonnement se prête mal à un approfondissement analytique s'il n'est pas complété par la prise en compte de l'élément risque. En d'autres termes l'argument ralentissement, voir même d'arrêt de transfert d'épargne dont pâtirait les pays émergents, doit intégrer les risques sous-jacent à l'investissement dans cette zone. Ceci nous ramène au jeu de la prime de risque.

Pour certains, le retour à l'emprunt volontaire par exemple pourrait engendrer dans le futur des difficultés de remboursement. La probabilité de défaut ne doit pas être exclue. Ce risque nous semble néanmoins non seulement réduit mais également de mieux en mieux estimé par les investisseurs. D'abord les emprunts privés ont remplacé les emprunts souverains. Le secteur privé a compté par exemple jusqu'au 2/3 des émissions d'Amérique latine en 1993. Ce secteur assure désormais dans des pays comme l'Argentine et la Pologne l'essentiel de la production (50 %) et de l'emploi (60 % de la main d'oeuvre employée). La causalité déficit budgétaire-déficit courant-endettement international qui a conduit à la crise du début des années 80 semble en voie de disparition. (Le Mexique a aujourd'hui un équilibre budgétaire, alors que L'Argentine assure un surplus et la Pologne a un ratio de déficit rapporté au PIB meilleur que la plupart des pays signataires de l'accord de Maastricht). Ensuite le secteur privé est de plus en plus immunisé contre les politiques qui ont prévalu dans le passée comme celle de stop and go en matière de contrôles des changes et les dévaluations nominales importantes et récurrentes.

L'action des principaux bailleurs de fonds qui soutiennent les programmes de stabilisation macro-économique et d'ajustement structurel et des agences de notation (Standard & Poor's et Moody's) qui assurent un suivi régulier et permanent des performances, n'hésitant pas à dégrader les dettes en devises (comme c'était le cas de la Turquie et du Vénézuéla) ou à les améliorer (comme le cas de l'Argentine) ont considérablement amélioré la «visibilité» en matière de risque.

On peut même ajouter que le conservatisme ces agences qui représentent le consensus devrait être exploité par les investisseurs étant donné qu'il est souvent lié à des primes de risque qui dans certains surcompensent même le risque de défaut. Les perspectives d'amélioration de la qualité de crédit de certains pays, ceux d'Amérique Latine notamment (il existe un biais dans la notation de Moody's au profit du modèle de développement des pays du Sud-Est asiatique et au détriment de celui des pays d'Amérique Latine. A titre d'exemple, les Philippines (Ba3) ont une meilleure notation que l'Argentine (B1)) offre aux investisseurs des opportunités de gain en capital non négligeable.

Finalement on pourrait citer pour conclure Lewis Preston, Président de la Banque mondiale qui a non seulement exclu l'hypothèse de pénurie de l'épargne mais a affirmé que les flux publics et l'assistance au développement à certains pays émergents devrait cesser étant donnée leur capacité de plus en plus importante à attirer les capitaux privés.

29

#### *La courbe de Risque-Rendement*

Considérons un horizon d'investissement d'un mois (sur la période allant de mai 1990 à juillet 94). Des obligations à taux fixe, tant des pays émergents (euro-obligations souveraines ou obligations Brady) que des pays industriels (bons du Trésor français ou allemands), deviennent des titres risqués en raison des fluctuations qui affectent leur prix sur le marché secondaire, au grès notamment des évolutions des taux d'intérêt. Il est donc possible d'appliquer l'analyse de portefeuille optimal de Markowitz (ou encore de combinaisons efficientes) comportant tant des obligations européennes que des titres de pays émergents, généralement plus rentables mais plus risqués. On peut alors montrer qu'intégrer une certaine proportion d'obligation Brady dans un portefeuille de titres européens permet d'augmenter le rendement du portefeuille sans en renforcer le risque.

A titre illustratif, il est intéressant de considérer le cas d'un portefeuille comportant deux actifs de référence : une obligation souveraine française de longue maturité (une OAT par exemple) et une obligation Brady (celle du Mexique). Le rendement estimé à un mois de ces deux actifs tient compte de leur valorisation (gain ou perte en capital) sur le marché

secondaire ainsi que du coupon couru. La forme hyperbolique de la courbe risque-rendement d'un tel portefeuille montre qu'une proportion d'au moins 15% d'obligations Brady (point A) fournit un meilleur rendement que le portefeuille atteignable de même risque comportant une moindre proportion d'obligations Brady. Ainsi, le portefeuille comportant 30% d'obligations Brady offre le même risque que le portefeuille à 100% constitué d'OAT, mais offre un rendement bien meilleur. Un investisseur rationnel inclura donc au moins 15 % d'obligations Brady à son portefeuille d'OAT.

En définitive le choix final s'effectue en s'interrogeant sur le couple risque-rendement que l'investisseur désire supporter. Rien ne permet d'affirmer que ce choix correspondra au portefeuille purement domestique. La partie inférieure de la courbe ne peut être considérée comme efficiente dès lors que la diversification y est impérative pour un agent rationnel.

## *II - Les conditions d'un financement régulier de la croissance*

### *La rupture avec le passé*

Il est clair que la montée en puissance des marchés émergents du début des années quatre vingt dix ne saurait, de quelque façon que ce soit, être assimilée à la crise de l'endettement extérieur qui a culminé au début des années quatre-vingt. Cette fois, les capitaux ont été presque exclusivement mobilisés au profit du *secteur privé*, sans accroissement aucun de l'endettement extérieur et avec des flux de capitaux publics devenus souvent négatifs. C'est l'*investissement direct étranger* (I.D.E.) qui a constitué la composante principale de l'entrée des capitaux étrangers dans ces pays, le Mexique, la Chine, la Malaisie, l'Argentine et la Thaïlande ont été les principaux pays à en bénéficier, mais, bien d'autres, un peu partout, ont été concernés (Hong-Kong, Ile Maurice, Maroc, pays de l'Est, etc...). La progression des prises de contrôle s'explique non seulement par les perspectives de croissance des pays d'accueil et par la libéralisation des opérations boursières, mais tout autant, par le rôle joué par le processus de privatisation. Ainsi, au cours des quatre années qui ont précédé 1992, c'est à un montant supérieur à 200 milliards de dollars que se sont élevés, selon la Banque Mondiale, ces transferts au secteur privé. Pour la seule année 1991, l'Amérique latine a, par exemple, reçu plus de 3,5 milliards de dollars de fonds mobilisés dans le cadre des opérations de privatisation et de la dette rééchelonnée (Obligations Brady). C'est d'ailleurs à cause du maintien de ce mouvement qu'il y a lieu d'attendre selon toute probabilité que, malgré la chute des actions du début de 1994, les perspectives économiques de bon nombre de pays en voie de développement se sont tellement

améliorées que leurs marchés continuent d'intéresser vivement les gestionnaires de portefeuille des pays industriels» (BRI, Rapport 1994, p. 164).

La seconde composante principale du flux net de capitaux entrants tient à l'investissement de portefeuille. Ainsi, toujours selon la BRI, les achats d'obligations, de bons du Trésor et d'actions ont représenté 90 milliards de dollars en 1993, contre moins d'une dizaine seulement dans la seconde moitié des années quatre-vingt. Il est vrai que c'est à partir de 1991 que, pour la première fois depuis la crise de l'endettement de 1982, les plus grandes sociétés des pays latino-américains (Mexique, Brésil, Argentine), ont pu, de nouveau, retrouver l'accès au marché euro-obligataire et être cotées au Stock Exchange (Pemex et Petrobas, etc...).

Dans ce contexte très favorable au financement des pays en développement (hormis les plus pauvres), il est indéniable qu'une part substantielle des fonds mobilisés a consisté dans le retour des capitaux qui, antérieurement, avaient *fui* ces pays. Cela est tout particulièrement vrai pour l'Amérique latine. Pour le Mexique, en particulier, sur un total de fonds de 22,7 milliards de dollars reçus en 1991, on compte 5 milliards de dollars (24%) de capitaux contrôlés par des investisseurs nationaux eux-mêmes. Presque partout, sur la base d'une normalisation des cours de change et d'une situation de la dette qui est apparue de plus en plus comme étant désormais susceptible d'être gérée, les détenteurs nationaux, en fait les mieux informés pour juger des opportunités locales d'investissement et apprécier le couple risque-rendement, ont été les premiers à inverser le sens du flux de capitaux.

Tout cela n'exclut pas que cette massive progression des entrées de fonds puisse présenter plusieurs caractéristiques propres au «Hot Money» et aussi poser des problèmes sérieux aux économies d'accueil. Le brutal coup d'arrêt du premier semestre de 1994 est ici pour rappeler qu'au moins une partie des investisseurs sur ces marchés naissants cherchent d'abord à capturer les opportunités de profit à court terme résultant de différence de taux d'intérêt ou d'inefficiences temporaires du marché des changes, quitte, ensuite, à se retirer dès qu'ils perçoivent que les risques afférents à leur délocalisation, s'accroissent. De cela, les responsables des politiques économiques de ces pays doivent bien prendre la mesure. Ces massives entrées de capitaux sont effectivement source de plusieurs difficultés au niveau de la conduite des politiques économiques.

#### *Des déséquilibres induits à éviter*

Quels que soient les effets positifs de l'influx de fonds sur la croissance économique des pays d'accueil, cinq séries de répercussions susceptibles d'être négatives sont à signaler en matière :

- (i) de taux de change réels

- (ii) d'offre de monnaie
- (iii) d'inflation
- (iv) de taux d'intérêt réels
- (v) de salaires réels

(i) Les entrées de capitaux ont presque toujours joué dans le sens d'une hausse du taux de change réel non seulement d'ailleurs pour les grands pays (Amérique latine), mais aussi pour les plus petits d'entre eux (Amérique Centrale et Caraïbe)<sup>1</sup>. Il s'ensuit, le plus souvent, une *détérioration de la compétitivité* et un *accroissement des importations* qui, parfois (Chili en 1991), oblige les autorités monétaires à accepter une réévaluation de leur monnaie. Lorsqu'elles prétendent persévérer dans la pratique d'une politique de change plus agressive (Colombie jusqu'à décembre 1990), elles ne peuvent éviter de subir des pressions inflationnistes induites et sont rapidement conduites à accepter une certaine réévaluation après être passées par des mesures règlementaires de dissuasion (Colombie en 1991). En Asie du Sud-Est, on remarque, par contre, que certains pays comme la Malaisie, Singapour, Taïwan, la Thaïlande ont mieux réussi à contenir la hausse des taux de change aidés qu'ils ont été en cela par la baisse parallèle du yen. D'une façon générale, on doit cependant admettre qu'une forte et rapide poussée des entrées de capitaux étrangers est déjà difficile à gérer de par ses influences directes sur le change. Mais, ses effets ne s'arrêtent pas ici.

32

#### *L'offre de monnaie*

Les entrées de capitaux jouent également dans le sens d'une augmentation brusque de la base monétaire et de l'offre de monnaie. Dans le cas où, comme en Amérique latine, sont concernés des pays qui viennent de sortir d'une phase d'hyperinflation (Argentine, Pérou), cette incidence n'est guère ressentie dans la mesure où on a un ratio initial très bas base monétaire/PNB. En revanche, dans la plupart des autres pays, l'effet est beaucoup plus gênant dans la mesure où la pression induite sur le crédit domestique exige soit une politique budgétaire compensatrice dans le sens de la restriction, soit une politique de stérilisation par l'Open-Market (vente) ou par l'augmentation des coefficients de réserves obligatoires. A ce moment, et sans parler de l'action contre-productive de ce raidissement de la politique monétaire sur le taux de croissance interne, on peut aussi aboutir à un *cercle vicieux*: l'action entreprise exigeant un accroissement des émissions de titres publics et, surtout, des taux d'intérêt internes élevés, attirent ainsi de nouvelles entrées de capitaux et renchérissent le coût du service de la dette.

<sup>1</sup> IBR Annual Report 1991-1992 - Regional Overview, p. 14.



*L'inflation*

La pression sur le crédit intérieur, due aux entrées de capitaux n'étant pas le plus souvent intégralement compensée par la stérilisation et le flux de capitaux reçus jouant aussi généralement à la baisse des taux d'intérêt nominaux, la place prise par les financements extérieurs devrait aller, toutes choses égales d'ailleurs, dans le sens d'une accélération de l'inflation. En réalité, cette incidence n'a pas été générale. En Amérique latine, certains pays qui sortaient de phases d'hyperinflation ont réussi à prolonger la tendance à la désinflation malgré les entrées de capitaux - notamment pour certains (Argentine, Nicaragua) -, en continuant à faire jouer à leur taux de change maintenu le rôle de point d'ancrage nominal, d'autres, au contraire, (Brésil, Pérou), en pratiquant des politiques budgétaire et monétaire strictes. Par contre, une minorité d'entre eux (Colombie, Equateur, Uruguay) ont été rendus incapables de rompre avec leur ligne inflationniste antérieure. En Asie, grâce à une politique plus active de stérilisation de l'accroissement de leurs réserves de change, une hausse des prix relativement modérée a pu être maintenue (Malaisie, Singapour, Taïwan, Thaïlande). Comme, par ailleurs, on rencontre un cas comme celui de Singapour qui a réussi à profiter de l'appréciation nominale de sa monnaie pour maintenir un taux d'inflation très bas, on doit convenir que l'expérience du début des années quatre vingt dix confirme que l'impact inflationniste des entrées de capitaux est très fortement dépendante des politiques macro-économiques pratiquées. Il apparaît particulièrement important de ne pas trop accroître les bases de la création monétaire.

33

*Les taux d'intérêt réels*

Des taux d'intérêt réels élevés ont été l'un des éléments prédominants de l'attraction exercée par les marchés émergents sur les flux internationaux des capitaux. Presque partout, ce sont ces forts rendements réels qui ont été à la base des importantes entrées constatées. Alors même que les taux d'intérêt réels devenaient négatifs aux Etats-Unis, au début des années quatre vingt dix, ils allaient, par contraste, se révéler très attractifs en Amérique latine et en Asie du Sud-Est.

A la fin des années soixante-dix, des pays comme l'Argentine, l'Uruguay ou le Chili avaient vu, à la suite de la libéralisation de leur marché financier, leur taux d'intérêt augmenter de plus de 30% en termes réels d'où, pendant plusieurs années, une vague d'entrées de capitaux sans précédent et, par voie de conséquence, une hausse considérable de leur taux de change réel (ainsi, entre le premier trimestre de 1977 et celui de 1981, le taux de change réel effectif fut multiplié par trois pour l'Argentine) et bientôt la nécessité d'abandonner la réforme de leur marché financier.

Aujourd'hui des errements d'une telle ampleur ne paraissent plus à redouter. Même si les actifs financiers nationaux et étrangers ne sont pas parfaitement substituables, nombreux sont les pays qui ont commencé à supprimer les contrôles les plus dissuasifs sur les marchés internes des capitaux et assoupli leurs politiques de taux de change. Dès lors, les entrées de capitaux étrangers devraient plutôt tendre à rapprocher les taux d'intérêt réels des marchés émergents de ceux du marché international. Pour autant, on note que l'action des Banques centrales, pour neutraliser le supplément de liquidité créé par les entrées de capitaux, se trouve contredire l'impact à la baisse des taux réels qui s'y attache. Dans quelques rares cas (Colombie), cette intervention compensatrice des autorités monétaires a été jusqu'à faire hausser les taux d'intérêt réels ; dans d'autres cas (Indonésie de 1990 à 1992), la rigueur de la politique monétaire a, par contre, élevé les taux nominaux malgré l'afflux des capitaux étrangers. Au total, il s'avère assez délicat de concilier action de reprise sur la liquidité et diminution (induite par les mouvements de fonds externes) des taux d'intérêt réels pourtant nécessaire à l'accroissement de l'investissement et à la croissance des pays d'accueil.

Une dernière incidence est encore à considérer.

iv) les salaires réels

34

La pression des capitaux étrangers se fait en effet également sentir sur la distribution des revenus. Sans parler des gains d'aubaine (ou spéculatifs) profitant surtout à certaines catégories de revenu, il s'avère que les salaires réels prennent souvent du retard dans les pays concernés. En Amérique latine, en Asie du Sud-Est ou ailleurs, l'écart de rémunérations entre « cols blancs » et « cols bleus » tend à s'accroître, tout comme s'élargit l'inégalité primaire de la répartition. Si les titulaires des revenus les plus bas voient, presque partout, leur situation relative se dégrader encore davantage, des tensions sociales sont alors à redouter, en particulier pour les pays qui attirent des fonds dont une partie importante ne va pas vers les emplois les plus directement productifs (immobilier, activités spéculatives du secteur informel).

Tout cela converge pour conduire à admettre que, finalement, une *ouverture trop rapide aux capitaux étrangers complique sérieusement la conduite des politiques macro-économiques*. Les autorités publiques et les Banques centrales doivent en particulier bien prendre la mesure de ce que cette *manne financière* venue de l'extérieur impose un supplément de précautions en ce qui concerne les politiques monétaire, budgétaire et aussi celle du change.

*Mais des atouts durables*

Si les pays d'accueil ont à être vigilants lorsqu'ils s'ouvrent à la finance

internationale et s'ils ne doivent pas brûler les étapes, il n'en demeure pas moins qu'ils peuvent trouver dans ces marchés autre chose que des financements volatiles et spéculatifs. L'investissement direct étranger et de portefeuille paraissent susceptibles de perdurer au-delà de tel ou tel épisode de correction du type de celui du début de 1994. Plusieurs arguments vont en effet dans ce sens. En premier lieu, il ne suffit pas de considérer que, s'agissant en particulier de l'investissement de portefeuille, la progression enregistrée jusqu'à 1994 a simplement tenu au niveau anormalement bas des taux d'intérêt aux Etats-Unis et que, dès que ces derniers auront délaissé ces niveaux historiques, les souscriptions d'actions ou de titres au profit de pays aux conditions de croissance effectivement assez instable, cesseront. En effet, en 1993, le ratio du produit national des pays émergents au PNB brut mondial était de 13% alors que celui des marchés financiers émergents n'était que de 6% par rapport au marché financier mondial. Si le second vient, comme on peut le penser raisonnablement, du fait de l'expansion des Bourses dans les pays en développement et de l'Est -, une ligne de progression prometteuse devrait exister pour ces marchés. Celle-ci a d'autant plus de chances de se concrétiser que demeure l'impératif de *diversification* toujours plus présent dans le calcul des investisseurs des pays riches ; ceux-ci seront toujours davantage conduits, dans un marché financier progressivement plus ouvert, à rechercher les rendements les *moins corrélés* avec ceux des marchés mieux établis. Or, on sait que là encore la marge de progression est immense. Entre 1987 et 1991, les investisseurs américains détenaient seulement 0,5% de leurs portefeuilles d'action sur les titres des pays émergents. Or, selon la Banque Mondiale, cette part portée à 20% aurait accru le rendement de 1% et, ce faisant, diminué - et non pas augmenté - leur risque de portefeuille. Si l'on ajoute que manifestement, les réserves de croissance de ces pays sont considérables et que leurs besoins d'investissements sont non moins impressionnants (en 1991, l'investissement étranger en Chine, pourtant en progression rapide, n'a, avec 4,4 milliards de dollars, représenté que 3,3% du quantum de l'investissement domestique brut total), on parvient à des perspectives très ouvertes. La Banque Mondiale a par exemple calculé que si l'investissement brut des pays en développement devait s'accroître de 10% - la moitié seulement du rythme récent enregistré par exemple par des pays comme la Malaisie ou le Vénézuéla -, le montant de l'investissement global étranger dans le Tiers Monde devrait atteindre 80 milliards de dollars, soit le double de ce qu'il est actuellement. En termes de coefficient marginal de capital (I.C.O.R.), De Anne Julius<sup>2</sup> estime encore que le rendement des capitaux investis dans

<sup>2</sup> De Anne Julius «Libéralisation, Foreign Investment and Economic Growth», mimeo, cité dans «The Economist», 25.09.1993.

les pays en développement a été de 24% entre 1965 et 1980 alors même que celui des pays industrialisés ne s'est élevé alors qu'à 19%. Si, ensuite, au moment de la crise de la dette, la hiérarchie a été renversée (13% pour les premiers et 15% pour les seconds), plus d'un élément - en particulier les gains de productivité - donnent à penser que l'on pourrait, selon cet auteur, revenir à un niveau de 21% pour la période 1990-2020. On aboutirait alors à un taux de croissance annuel moyen de 5,7%, de même ampleur que celui d'avant 1980. Si ces perspectives se confirmaient, alors l'investissement direct étranger dans les pays neufs pourrait atteindre (aux prix actuels) 80 milliards de dollars à la fin du siècle et... 400 milliards en 2020. Cela porterait alors la part des pays en développement à environ la moitié de l'Investissement direct étranger total, proportion à comparer à celle du cinquième constaté aujourd'hui. Si ce qui n'est qu'un simple scénario - et non une véritable prévision - se réalisait, cela signifierait d'ailleurs que seulement 6% de l'investissement brut total des pays en développement seraient financés par l'étranger contre 3% seulement aujourd'hui.

En définitive, tout paraît bien indiquer qu'il n'y a pas de raison pour que la récente progression du financement de l'investissement des pays émergents, vienne à cesser brusquement. Si elle peut subir des interruptions provisoires, voire des retours en arrière, la nouvelle géographie de la croissance paraît bien l'exclure. La reprise récente des matières premières va elle-même tout à fait dans le même sens. Un basculement à leur profit paraît bien en train de se produire.

36

#### *L'articulation avec l'épargne interne*

Pour autant, il est une double erreur à éviter : l'une sur le simple plan de la chronologie, l'autre, plus décisive sur le dosage des financements. Il convient d'abord de savoir éviter d'*ouvrir trop tôt* (et trop largement) ces marchés émergents aux capitaux extérieurs. Il existe en effet des conditions minime d'*absorption* de ces fonds par les économies domestiques qui font que l'on ne saurait aller trop rapidement. Le syndrome des pays du Cône de l'Amérique latine de la fin des années soixante dix doit ici ne pas être oublié. L'Argentine, l'Uruguay et le Chili furent en effet amenés à s'ouvrir alors si brusquement - surtout pour les deux premiers pays - aux financements extérieurs en supprimant leurs contrôles des mouvements de capitaux et leurs plafonds aux taux d'intérêt, qu'ils en furent ensuite très vite déstabilisés en profondeur (augmentation du taux de change réel, déficit commercial, inflation, fuite des capitaux). Aujourd'hui, on peut craindre souvent, pour des pays neufs qui libéralisent les emprunts extérieurs avant d'avoir privatisé leur secteur bancaire ou rationalisé leur secteur public encore pléthorique et déficitaire, qu'il y ait rapidement des

déséquilibres macro-économiques sérieux créés par des entrées trop brutales de fonds. D'un point de vue micro-économique, on peut également redouter que des Bourses encore insuffisamment capitalisées et équipées manquent de la profondeur nécessaire (Maroc, Pologne) pour absorber sans formation de bulles spéculatives éphémères des ordres d'achat trop massifs. Lorsque, comme ce fut le cas à la fin de 1993, on trouvait des pays qui affichaient des P.E.R. de l'ordre de 25 comme à Hong-Kong, 28 en Corée ou même 42 en Inde, il y avait de quoi se faire quelques soucis pour l'avenir, au moins immédiat, de certains placements à l'évidence devenus par trop spéculatifs.

Plus fondamentalement, il convient de bien souligner que l'épargne étrangère ne saurait être considérée comme un *substitut* de l'épargne interne. Si l'on veut éviter que les entrées de capitaux étrangers ne distordent les conditions d'équilibre interne, il est essentiel qu'elles soient bien calibrées et étroitement articulées avec la réforme financière domestique. L'exigence du traitement simultané du *double écart investissement-épargne* et *recettes d'exportations-dépenses d'importation* demeure le préalable à un financement réussi par le marché international de capitaux. On sait que dans les pays émergents l'épargne est parfois abondante, mais que les ménages et les entreprises, en investissent généralement près de la moitié, eux-mêmes, directement.

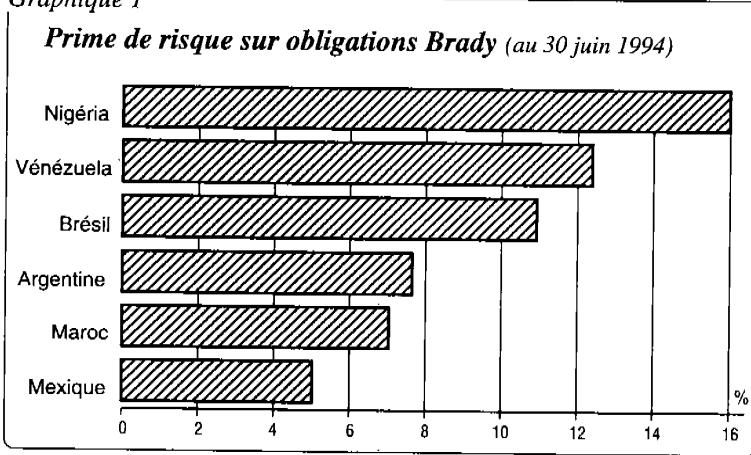
L'intermédiation par le système financier y demeure quant à elle, le plus souvent faible. Néanmoins, en termes de parts relatives, il convient de ne pas oublier que l'épargne domestique des ménages représente en moyenne plus de 6 fois les financements extérieurs et que donc, toute rationalisation des canaux de sa mobilisation, risque d'avoir une incidence beaucoup plus marquée que l'accroissement des financements extérieurs eux-mêmes. L'assainissement du secteur financier et, particulièrement les banques, y est donc essentiel. Plus important encore, apparaît celui des entreprises publiques trop souvent déficitaires et liées de façon parfois perverse aux banques. Ici encore, si l'on ne veut pas que les errements de la phase antérieure du financement par endettement externe se renouvellent, la réforme s'impose, en parallèle de la libéralisation des entrées de capitaux.

En définitive, la montée en puissance des marchés émergents paraît bien être autre chose qu'un simple phénomène éphémère de mode. L'analyse en termes de risque-rendement révèle qu'au-delà des péripéties récentes - hausse des taux directeurs américains - il y a, dans la nouvelle géographie mondiale de la croissance réelle, un *fondement fort* du phénomène, qui se conjugue avec la progression du souci de diversification des investisseurs institutionnels. Désormais, sur un marché financier de plus

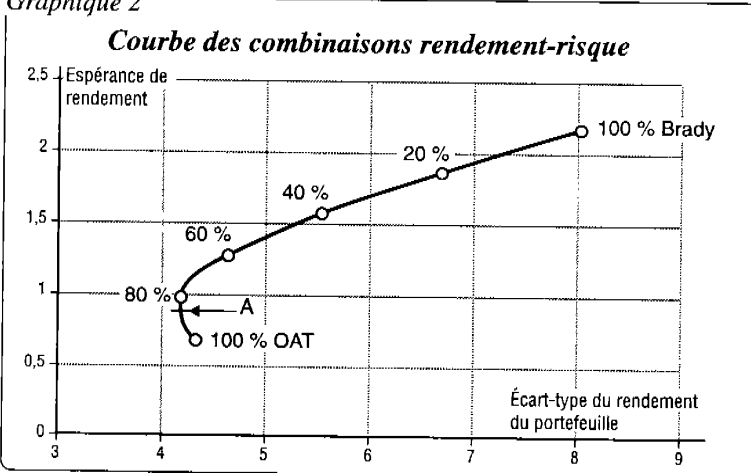
en plus mondialisé et globalisé, il n'y a pas de raison pour que les opportunités évidentes des pays Asiatiques, d'Amérique latine ou, même de l'Est ou d'ailleurs, ne soient pas exploitées par les marchés. Périodiquement, il n'est pas pour autant à exclure que des sur(sous) exploitations de ces possibilités ne se manifestent et que, comme cela s'est produit en 1994, des corrections parfois brutales interviennent.

Afin de limiter la volatilité prévisible de ces types de placements, deux précautions s'imposent : la première, du côté des offreurs de fonds, qui devront cette fois raison garder notamment en recherchant une diversification géographique aussi large que possible et à se prémunir contre l'incidence d'une remontée trop rapide des taux américains. En second lieu, la prudence devra aussi s'imposer du côté des pays emprunteurs eux-mêmes qui auront à se préoccuper des incidences macro-économiques déséquilibrantes d'entrées de fonds excessives et des exigences techniques de ce recours accru aux financements extérieurs. Ces derniers ne devront d'aucune façon apparaître comme autant d'occasions de se dispenser de réformer les marchés financiers internes afin de mieux mobiliser l'épargne locale. Si tel est le cas, ce retour en force des pays en développement sur les marchés financiers, mais, sur des bases différentes de celles d'avant la crise de l'endettement international, pourrait être tout à fait positif. Il devrait permettre de réserver les aides financières publiques aux pays les plus démunis.

Graphique 1

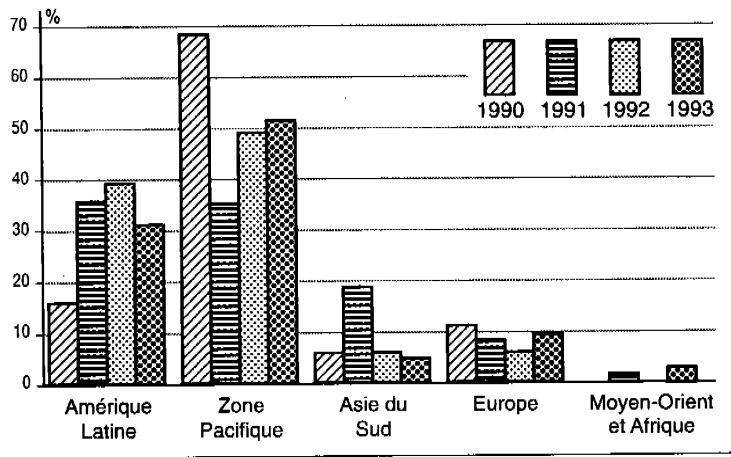


Graphique 2



Graphique 3

**Répartition régionale des investissements dans les marchés émergents**



40

Graphique 4

**Part des marchés émergents sur le total des investissements internationaux**

