

Où se dirigent les marchés émergents?

Mohamed A. El-Erian



Mohamed A. El-Erian est Directeur général de Pacific Investment Management Company (PIMCO), où il est responsable de la gestion du portefeuille des marchés émergents. Avant de devenir Directeur général de Salomon Smith Barney/Citibank, il a travaillé au FMI pendant plus de quatorze ans.

IL Y A UN PEU plus d'un an, les marchés étaient secoués par des turbulences. Les investisseurs, encore sous le coup des crises asiatique et russe, assistaient à une dévaluation désordonnée de la monnaie brésilienne, le real, qui menaçait la stabilité financière de toute l'Amérique latine. L'indice des rendements obligataires sur les marchés émergents avait reculé de plus de 17 % sur douze mois. Les économies émergentes se heurtaient au durcissement des conditions de crédit : non seulement l'écart moyen de taux atteignait quelque 1.300 points de base (impliquant un coût moyen de 18 %, avant l'ajustement pour tenir compte de la restructuration russe), mais le marché des nouvelles émissions était fermé, à toutes fins utiles.

Les marchés émergents offrent un visage fort différent au début de l'an 2000. La croissance reprend dans la plupart des économies, alors que le Brésil opère un remarquable redressement financier et que le Mexique vient de se voir décerner par Moody's la note tant convoitée ouvrant la voie aux investissements. L'indice obligataire des marchés émergents a progressé de 28 % sur douze mois, dépassant tous les autres indices purs de titres à revenu fixe. Les écarts moyens ont été ramenés aux alentours de 800 points de base. Ainsi, malgré le relèvement des taux d'intérêt dans les pays industrialisés et l'émission, par les principales économies émergentes, de plus de 5 milliards de nouvelles obligations sur dix à trente ans pendant le seul mois de janvier, le taux d'intérêt moyen est descendu au-dessous de 15 %.

Un tel revirement mérite d'être salué compte tenu de l'évolution des marchés internationaux de capitaux. Par exemple, le marché des bons du Trésor américains s'est montré instable alors qu'il tente de s'adapter aux nouvelles réalités des rachats effectués par le Trésor ainsi qu'au resserrement de la

politique monétaire opéré par le Système fédéral de réserve des États-Unis. Les écarts de contrats d'échange ont pris une ampleur inhabituelle, tandis que le marché des entreprises (titres de bonne qualité et à haut rendement) est confronté à ses propres bouleversements, dont témoignent la largeur et la variabilité des marges de crédit. Les actions américaines ont elles aussi fait montre de volatilité et de dispersion. Pendant ce temps, parmi les marchés émergents, quatre pays — la Côte d'Ivoire, l'Équateur, le Pakistan et l'Ukraine — ont, à l'instar de la Russie, tout simplement cessé de rembourser leur dette extérieure ou pratiqué des conversions réduisant *de jure* la valeur contractuelle des créances.

Le monde a-t-il tant changé que les marchés émergents puissent désormais faire figure d'îlot de stabilité dans un environnement financier international plus tourmenté? Ou assistons-nous à un processus cyclique qui promet aux marchés émergents une autre série de bouleversements et de crises dans les prochains mois?

Évolution récente

Tout bien considéré, la catégorie des actifs émis sur ces marchés bénéficiait en 1999 d'une rare conjonction de trois astres : amélioration des fondamentaux des pays, environnement extérieur favorable et «paramètres techniques» des marchés (évaluations initiales et positionnement des investisseurs) prometteurs.

En particulier, grâce aux programmes appuyés par le financement et les conseils du FMI, plusieurs pays ont raffermi l'orientation de leur politique intérieure. Ce renforcement a contribué à une reprise de l'activité économique, à la modération des pressions inflationnistes et à l'amélioration de la balance des paiements. Les conditions extérieures ont aussi favorisé le redressement économique des pays émergents et les perspectives de leur balance des paiements : la croissance est restée très vive aux États-Unis tandis qu'elle redémarre en Europe. L'essor des revenus attribuable à la croissance des exportations dans les économies émergentes a été renforcé par la hausse des prix des produits de base essentiels, tirée par le pétrole.

Enfin, la catégorie des actifs des marchés émergents était au départ trop dévalorisée par suite d'une série apparemment interminable de crises frappant le monde entier. Mais, comme la crise de la dette des années 80, la

crise des années 90 a aussi éliminé une large part du surendettement causé par les emprunts excessifs des années précédentes. Elle s'est en outre déroulée à un rythme accéléré par rapport à la précédente.

Perspectives

Tournons-nous maintenant vers l'avenir. Une évaluation des facteurs intérieurs, extérieurs et techniques permet d'avancer trois hypothèses :

- En premier lieu, l'avenir s'annonce houleux pour les marchés émergents, car les facteurs internes dans l'ensemble favorables sont confrontés à des facteurs externes bien moins propices. Par ailleurs, quelques pays susceptibles d'exercer une influence systémique ont des défis de taille à relever sur le plan de la politique économique.

- En second lieu, dans le contexte d'une instabilité accrue, les marges en général plus étroites pourraient persister dans l'immédiat, bien qu'un nouveau resserrement significatif exigerait de maîtriser une foule de nouveaux problèmes ainsi que l'incertitude de l'environnement externe.

- En troisième lieu, la polarisation qui existe déjà entre les économies émergentes pourrait s'accroître — d'un côté, les pays aux fondamentaux solides; de l'autre, ceux dont les perspectives économiques et sociopolitiques sont particulièrement hasardeuses. Heureusement, les remous agitant un pays comme la Côte d'Ivoire et l'Équateur ne se répercuteront pas sur l'ensemble des actifs des marchés émergents. Mais on ne peut pas compter uniquement sur l'évolution favorable observée, par exemple, en Corée et au Mexique pour les maintenir tous à flot.

Principes de base

Ces hypothèses traduisent certaines anticipations au sujet de la politique intérieure, des paramètres techniques des marchés et de l'environnement extérieur.

Les fondamentaux qui sous-tendent la politique intérieure continueront de s'améliorer, du fait surtout qu'une part notable et croissante du récent raffermissement de l'action des pouvoirs publics repose sur des progrès structurels et institutionnels. En effet, il ne s'agit plus aujourd'hui de s'interroger sur les dommages que peuvent causer aux économies industrialisées les troubles dans les économies émergentes, mais plutôt de déterminer dans quelle mesure l'amélioration des fondamentaux parmi ces dernières peut les aider à résister aux pressions émanant des bouleversements subis par les marchés financiers des pays industrialisés.

Dans ce scénario, trois questions appellent aussi notre vigilance : le risque de complaisance des gouvernements, les difficultés qu'ont en général les économies émergentes à «gérer le succès» et le fait qu'il n'est pas sûr que certains pays revêtant une importance systémique (Argentine, Russie et Turquie) arrivent à mener durablement des politiques saines compte tenu des difficultés internes et externes auxquelles ils ont à faire face et de leurs besoins importants de financement extérieur.

S'agissant des paramètres techniques des marchés, il importe de savoir dans quelle mesure les fonds mixtes vont

revenir vers les pays émergents. Encore nombreux à considérer les engagements dans ces pays comme faisant partie de leurs investissements tactiques (et non structurels), ces fonds s'en étaient massivement retirés en 1998, sous l'effet des diverses crises. Après être le plus souvent restés dans l'expectative en 1999, un nombre croissant d'entre eux envisagent maintenant de se réengager sur ces marchés, quoique de façon progressive, prudente et sélective.

Mais l'environnement extérieur ne laisse pas de nous préoccuper à double titre. Premièrement, les risques que la croissance mondiale plus rapide et mieux équilibrée prévue dans le scénario de base ne se dégrade pourraient augmenter. Deuxièmement, les perturbations que connaissent les marchés financiers des pays industrialisés (dette publique, écarts de contrats d'échange, obligations de sociétés, etc., sur fond d'inquiétudes à propos de l'évaluation de certains marchés boursiers) pourraient fort bien accroître la frilosité de l'investisseur moyen, d'où une réduction de l'attrait relatif et absolu des placements en actifs des marchés émergents.

Conséquences

Ces perspectives rehaussent l'importance non seulement de bonnes politiques économiques, mais aussi de plans d'action conjoncturelle appropriés dans les économies émergentes. En effet, quoique celles-ci puissent bénéficier d'un règlement rapide des problèmes techniques que connaissent les marchés financiers extérieurs, mieux vaut qu'elles prévoient la possibilité d'une contagion par le biais du secteur financier et de l'économie réelle.

Par ailleurs, les pays émergents auront sans doute à nouveau des occasions de gérer leurs engagements. Ils pourront ainsi amortir les dettes coûteuses par des conversions et des rachats, et ce faisant améliorer leur cote de crédit, réaliser des plus-values en valeur actualisée nette, établir un meilleur niveau de référence pour les évaluations des investissements directs étrangers et l'accès du secteur privé aux marchés internationaux de capitaux et, parfois, libérer des actifs donnés en nantissement. N'oublions pas qu'en 1999, les Philippines, le Brésil et le Mexique notamment ont été prompts à saisir des occasions avantageuses et que ces deux derniers pays ont fait de même cette année. D'autres États, tels que la Bulgarie, la Jordanie et la Pologne, ont en revanche manqué de telles occasions l'an passé, qui pourraient se représenter cette année.

En dernier lieu, ces perspectives contrastées renforcent l'importance, pour les pays, de fournir aux marchés des données actuelles et complètes. L'expérience indique en effet que, s'ils comprennent mieux les conditions sur les marchés émergents, des investisseurs bien informés sont moins susceptibles de réactions prématurées ou excessives face à l'instabilité extérieure. **F&D**

Le présent article s'inspire d'une intervention faite par l'auteur le 11 février 2000, à l'occasion d'une conférence du FMI sur les perspectives des marchés émergents. Les opinions ici exprimées ne constituent pas de recommandations concernant des titres, stratégies ou produits financiers.