

SANTIAGO DU CHILI : LES BIENFAITS DE L'ÉPARGNE CONTRAINTE

ARMAND MARES *

Premier pays d'Amérique Latine à avoir reçu des grandes agences de cotation le label *investment grade*, le Chili bénéficie d'une réputation de stabilité peu courante sur le continent, ce qui lui a valu le surnom d'*Angleterre de l'Amérique du sud*. On retrouve d'ailleurs dans l'histoire de la bourse le reflet d'une évolution politique et économique beaucoup moins agitée que celle de ses voisins. C'est ce qui fait dire aux pionniers des marchés émergents que le marché chilien est certes peu actif, mais sûr, et beaucoup trop rentable pour être négligé. La création d'une bourse des valeurs au Chili remonte à 1892 avec l'instauration de la *Bolsa de Corredores* de Valparaíso. Dès l'année suivante la capitale chilienne répondait par la mise en place de la *Bolsa de Comercio de Santiago* qui a rapidement pris l'ascendant sur sa rivale et constitue depuis lors le marché dominant. Comme en Argentine, l'environnement inflationniste de l'après-guerre a eu raison de tous les développements antérieurs, et le marché a entamé en 1945 une interminable descente aux enfers, parachevée par l'accession de Salvador Allende au pouvoir et les nationalisations qui l'ont suivi. Après le coup d'Etat du général Augusto Pinochet en 1973, une longue série de réformes financières a redonné vie à la bourse. Les banques ont été privatisées, les obstacles à la libre concurrence entre institutions financières levés, les taux d'intérêt libérés. Dans ce contexte à nouveau favorable, les prix des actions ont connu dans six années de hausse ininterrompue, jusqu'à ce que la récession du début des années 80 et le niveau anormalement élevé des taux offerts sur les dépôts bancaires ne viennent détourner les investisseurs de la bourse. La croissance est revenue en 1984 et la confiance en 1985, ramenant avec elle les gains en capital. L'indice de la Société Financière Internationale (SFI) pour le Chili, exprimé en dollars, a été multiplié par trente depuis cette date, ce qui représente une rentabilité annuelle moyenne de 45 % (hors dividendes, mais avec de tels chiffres cela ne fait plus une grande diffé-

169

* Direction des études, Banque Indo-Suez.

rence). Ce qu'il y a de plus remarquable dans l'évolution des cours à Santiago, au-delà de la performance pure, c'est la régularité avec laquelle les prix ont progressé, fruit de l'intérêt constamment renouvelé des investisseurs mais aussi de l'arrivée régulière sur la bourse d'une épargne domestique canalisée par un système appelé à être imité par d'autres pays, celui des fonds de pensions chiliens.

Parallèlement à l'ascension des cours, la bourse de Santiago a connu un développement qui lui permet de justifier pleinement le qualificatif *émergent*, en ce sens qu'elle se rapproche rapidement des standards européens au nord-américains. La vingt-cinquième place de la Bolsa au classement mondial par ordre de capitalisation (presque à égalité avec Buenos Aires et loin derrière São Paulo et Mexico) ne donne qu'une image biaisée de ce développement. Le Chili est en effet le seul pays de la région dont le ration capitalisation sur PIB excède 100 %, alors qu'il n'est que de 17 % en Argentine, 24 % au Brésil et 51 % au Mexique. Plus significatives peut-être, les conditions dans lesquelles s'opèrent les transactions sont remarquablement bonnes. La loi de 1981 qui régit les émissions, détermine les informations obligatoirement publiées par les sociétés cotées et définit les pouvoirs de la commission des opérations de bourse, est considérée comme l'une des plus modernes au monde. Enfin, un marché électronique (*Bolsa de Valores*) a été institué en 1989 sur le modèle du Nasdaq américain. Ce marché, premier de sa catégorie en Amérique Latine, a connu un succès instantané et absorbe aujourd'hui près de 30 % des transactions. Si ces transactions, précisément, n'étaient pas si peu nombreuses et si concentrées sur les plus grosses valeurs de la cote, la bourse de Santiago pourrait presque rejoindre Kuala Lumpur dans le club très fermé des marchés développés de pays en développement.

170

Capitalisation de la bourse de Santiago du Chili

Capitalisation (USD mrd)	Capitalisation/ PIB	Nombre de sociétés cotées	Transactions/ Capitalisation*
52	108%	263	6%

* Pour l'année 1993.

Les fonds de pension chiliens, ou comment générer une abondante épargne domestique

Le Chili est l'un des premiers pays à avoir pressenti que le retour des investisseurs internationaux en Amérique Latine après la crise de la dette

occasionnerait une surévaluation dommageable du taux de change, et à avoir opté pour une politique de contrôle strict des flux de capitaux. Le souci, en particulier, d'éviter l'afflux de *hot money* a conduit les autorités à interdire le rapatriement avant cinq ans des montants investis en bourse, délai qui a été récemment réduit à un an. Le corollaire de cette mesure est l'obligation de déclarer à l'administration tous les investissements effectués par des non-résidents. Dans de telles conditions, il n'existe que deux moyens pour placer aisément des capitaux sur les actions chiliennes : opérer par l'intermédiaire d'un des dix-sept fonds étrangers, majoritairement anglo-saxons, qui opèrent à Santiago ; ou acquérir à Wall Street les titres d'une des dix sociétés chiliennes qui y sont cotées sous forme d'ADR.

La réticence que montrent les autorités chiliennes à laisser les marchés assurer sans aucun contrôle le financement de l'investissement n'est pas unique dans la constellation des pays en développement. Taiwan et la Corée fournissent d'excellents exemples de pays qui ont longtemps considéré les marchés financiers comme un outil de politique gouvernementale destiné à orienter l'allocation des ressources. Cette approche les a naturellement amené à considérer avec suspicion les investissements étrangers, par nature plus mobiles et moins pérennes que l'épargne domestique. Le problème posé au Chili était donc d'amener le taux d'épargne à un niveau suffisant pour permettre un financement équilibré de la croissance sans rendre incontournable le recours aux capitaux étrangers, ce qui n'allait pas de soi. Les comportements de consommation et d'épargne diffèrent en effet en Amérique latine de ceux auxquels nous sommes habitués en Europe¹ et le seul moyen qui est apparu pour dégager les ressources nécessaires était de contraindre les ménages à épargner. C'est de cette idée qu'est né en 1981 le système des fonds de pensions (*Administradoras de Fondos de Pensiones*, ou AFPs).

Les AFPs constituent un système de sécurité sociale (assurance-vie et assurance-maladie) fonctionnant par capitalisation et géré par des institutions privées. La loi impose à chaque chilien de déposer 10 % de ses revenus auprès du fonds de son choix, tandis que son employeur est également tenu de déposer un pourcentage de son salaire auprès du même fonds. Ce système permet en fait à l'Etat, en fixant la part des revenus qui doit être capitalisée, de déterminer par la loi un taux d'épargne minimum des ménages. Il permet aussi de guider l'affectation des ressources, tout en laissant en apparence les gestionnaires réaliser librement leurs décisions d'allocation. La liste des différents actifs sur lesquels les sommes collectées sont susceptibles d'être placées est en effet également fixée de

1 Le taux d'épargne, en particulier, ne croît pas avec le revenu.

façon très détaillée par la loi, ainsi que l'exposition maximum tolérée pour chaque actif. En modifiant l'un ou l'autre de ces critères, le ministre des finances chilien a donc la possibilité d'orienter les flux d'épargne. La limite de 30 % pour les investissements en action étant à peu près atteinte, un relèvement de ce plafond engendrerait un afflux de liquidités supplémentaires sur la bourse, accroissant la prépondérance déjà considérable des AFPs dans l'actionnariat. Cela dit, même sans modification des règles d'allocation, les AFPs génèrent un apport continu de capitaux aux marchés financiers. La jeunesse de ce système et la pyramide des âges chilienne² assurent que les montants gérés par les fonds de pension vont continuer à croître à un rythme moyen de 2,5 milliards de dollars par an pendant encore une décennie au moins.

Cette montée en puissance des fonds chiliens dépasse maintenant les besoins du pays, ce qui a conduit l'Etat à autoriser les AFPs à investir dans un premier temps entre 1,5 % et 2 % des actifs gérés à l'étranger, avec pour objectif de relever cette limite à 10 % dans un avenir proche. Dans le même temps, les entreprises chiliennes ont pu multiplier les investissements directs dans les autres pays latino-américains, en profitant notamment du programme de privatisation argentin pour renforcer leur présence sur les rives de la Plata³.

172 L'exemple chilien ne pouvait que susciter l'intérêt d'autres pays en voie de développement, confrontés au même besoin de financement. Le Pérou a opté en juin 1993 pour un système de fonds de pension calqué sur celui des AFPs. L'Argentine est en train de mettre en place un système identique (*Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensiones*), malgré l'opposition des syndicats et le manque d'enthousiasme des futurs cotisants. D'autres systèmes plus ou moins comparables ont déjà été testés sur différents continents (le *Central Provident Fund* de Singapour notamment). Nul doute que tous ceux qui investissent sur les marchés émergents se réjouiront de voir fleurir une forme de gestion de l'épargne qui, outre son rôle dans le financement de la croissance, apporte un tel soutien aux cours boursiers.

2 Les entrants dans la population active excèdent très largement les départs à la retraite.

3 Une conséquence très indirecte de la privatisation du système de sécurité sociale chilien et donc qu'en investissant à Santiago on investit également en Argentine, au Brésil, au Pérou, et que la Bolsa s'y fera de plus en plus non le seul reflet de l'économie chilienne mais celui de tout le sud de l'Amérique Latine.

LA BOURSE DE COMMERCE DE BUENOS AIRES : LORSQUE L'INFLATION DISPARAÎT

L'histoire agitée d'un marché qui n'en finit pas de devenir adulte

Eternellement prometteurs, les marchés financiers latino-américains ont souvent du mal à tenir leurs promesses, et si l'on peut légitimement espérer que la période faste qu'ils traversent aujourd'hui se prolonge, elle ne doit pas faire oublier que leur histoire est ponctuée de développements spectaculaires mais sans lendemains. Créée en 1854 pour abriter le commerce des métaux précieux, la *Bolsa de Comercio* de Buenos Aires peut s'enorgueillir du titre de doyenne des bourses latino-américaines. L'apparition d'un marché obligataire organisé en 1872, puis le début des transactions sur actions ont été les étapes suivantes de la genèse d'un marché qui n'a réellement gagné en importance que dans les années 30. La création d'une *Comisión Nacional de Valores* en 1937, quatre ans seulement après l'instauration de la SEC à New York, reflète les ambitions et la volonté de modernité d'une place financière sur laquelle la deuxième guerre mondiale aura une influence bénéfique. De 22 millions de dollars en 1941, les transactions ont atteint 150 millions de dollars en 1945. A cette courte période de gloire succéderont vingt années d'accélération de l'inflation, de hausses de taux d'intérêt... et de déclin de la bourse. Les émissions d'actions se sont totalement taries au début des années 60, tandis que le marché des obligations d'Etat a purement et simplement cessé d'exister. Il faut ensuite attendre 1976 pour assister à un retour en grâce de la *Bolsa*. Au cours de cette année, le volume des transactions a été multiplié par trente, tandis que l'indice, parti d'un niveau de 3 en avril 1975, s'envolait pour culminer à 202 fin août 1976. La crise de la dette mettra un nouveau coup d'arrêt à cette expansion, jusqu'à ce que la réforme Cavallo du système de change et l'adoption du plan Brady pour l'Argentine en 1991, puis l'engouement des investisseurs américains pour les marchés émergents en 1993, ne remettent la bourse de Buenos Aires sur les rails du succès.

Le *retour au financement volontaire* (c'est-à-dire par les marchés) des économies latino-américaines après dix ans de désaffection fait l'objet d'autant d'attention que de fierté de la part des institutions internationales, FMI et Banque Mondiale, qui y voient le succès des plans d'ajustement successifs qu'elles ont préconisés. Ce financement volontaire suppose que les marchés aient atteint un stade de maturité qui les rendent efficaces, domaine dans lequel il reste bien du chemin à parcourir. Située au vingt-sixième rang mondial en terme de volume, ce qui la met sur le même pied

que le Danemark et la Turquie, la principale bourse argentine⁴ conserve en effet toutes les caractéristiques des marchés émergents. Bien que les privatisations et la hausse des cours de l'an dernier aient permis d'accroître la capitalisation, celle-ci reste limitée à moins d'un cinquième du PIB. Nombre de sociétés argentines restent sous le contrôle des familles fondatrices qui montrent naturellement quelques réticences à voir se diluer l'actionnariat et le pouvoir de contrôle qui lui est associé. Cet état de choses limite d'une part le nombre (qui est en diminution régulière) et d'autre part la liquidité des sociétés cotées. Très peu de titres présentent en fait des conditions de liquidités suffisantes pour justifier leur place dans les portefeuilles d'investisseurs institutionnels ou étrangers. La Société Financière Internationale (SFI) n'en retient que vingt-cinq, parmi lesquels les sociétés récemment privatisées (*YPF, Telefónica de Argentina et Telecom*) se taillent la part du lion, suivies de sociétés opérant sous licences d'industriels européens (*Sevel* pour la construction automobile) ou américains (*Baesa* pour les boissons). Pénalisés par l'illiquidité des petites valeurs, les agents de change argentins ne bénéficient même pas intégralement de l'accroissement des volumes de transactions sur les plus grosses, puis comme il est devenu usuel en Amérique Latine la plupart de ces compagnies sont déjà cotées à New York sous forme d'ADR ou sont en passe de l'être, et la majeure partie des transactions les concernant s'opèrent à Wall Street.

174

Capitalisation de la bourse de Buenos Aires

Capitalisation (USD mrd)	Capitalisation/ PIB	Nbre de stés cotées	Transactions/ Capitalisation*	Part des 5 premières stés dans la capit.
48	17 %	180	24%	58%

* Pour l'année 1993.

Deux éléments devraient néanmoins modifier la structure de l'actionnariat dans un sens qui permettra d'améliorer la liquidité des actions argentines dans les années qui viennent : l'augmentation de la présence des investisseurs étrangers, en premier lieu, dans le cadre de la réallocation globale des actifs américains qui continuera de s'opérer malgré les douches froides subies début 1994 sur presque tous les marchés émergents. Et surtout l'entrée en exercice en juillet de cette année en Argentine d'un système de fonds de pension (*Administradoras de Fondos de Jubilación y*

⁴ Il existe en tout onze bourses en Argentine. Mais seulement cinq d'entre elles (Buenos Aires, Córdoba, La Plata, Mendoza et Rosario) peuvent effectuer des cotations indépendantes et la Bolsa de Comercio de Buenos Aires est de loin la plus importante.

Pensiones) bâti sur le modèle chilien, qui, même si elle ne se fait pas sans difficultés, doit permettre d'accroître très rapidement la place des investisseurs institutionnels.

Les effets bénéfiques de la dernière révolution argentine : la stabilisation monétaire

Comme il a été mentionné plus haut, l'économie argentine, et avec elle la bourse, a connu un véritable changement d'ère en 1991, avec le succès de la proposition Cavallo de lutte contre l'hyperinflation. Certes ce succès n'a pas été le seul élément favorable qui a permis à l'indice de la bourse calculé en dollars sur la SFI gagner de 570 % entre janvier 1991 et mai 1992. L'adoption du plan Brady de restructuration de la dette y a largement contribué. Mais la stabilisation monétaire a eu un trop grand impact sur le comportement des investisseurs domestiques et étrangers pour ne pas lui consacrer quelques lignes. Afin de bien mesurer ce que signifie une quasi-disparition de l'inflation en Argentine, il faut se rappeler que ce pays détient le record du monde de la hausse des prix entre 1975 et 1990, avec une performance historique de 4 900 % en 1989. Après six échecs successifs à contrer cette spirale infernale, tant sous la présidence de Raúl Alfonsín qu'au début de celle de Carlos Menem, le succès est venu de la mise en place par le ministre des finances Domingo Cavallo d'un *currency board*, système de change qui garantit théoriquement de façon quasi-mécanique de la convertibilité et la stabilité de la devise.

175

Le système de change argentin repose sur un principe simple : chaque peso émis par la banque centrale doit avoir pour contrepartie un dollar américain placé en réserve. Tant que cette règle est vérifiée, la convertibilité de la devise est totalement assurée à un taux de change fixe dans la mesure où la banque centrale est toujours prête à échanger des pesos contre des dollars et réciproquement. Une condition *SINE QUA NON* de la viabilité du système est donc que les réserves de change couvrent entièrement la base monétaire. En réalité, cela signifie que l'émission monétaire est ramenée à une opération de change, et que le peso n'est à peu de choses près qu'une autre dénomination de la monnaie américaine. L'adoption de ce système implique l'abandon par la banque centrale de certains de ses rôles traditionnels (notamment celui de prêteur en dernier ressort et la fixation des taux d'intérêt) mais elle assure une parfaite crédibilité de la fixité du taux de change. La force du *currency board* est qu'il fonctionne de manière mécanique, sans nécessiter de politique monétaire active. Ainsi, en cas de différentiel d'inflation positif avec le reste du monde, on aura une perte de compétitivité et l'apparition d'un déficit courant. Ce déficit se traduit par la transformation de pesos en dollars, donc par une

contraction de la masse monétaire, avec les effets déflationnistes qu'elle entraîne. La crédibilité du procédé est telle que l'inflation recule extrêmement vite dès lors qu'il est mis en place. Outre l'Argentine, Hong-Kong dispose d'un tel système depuis 1983, et l'Estonie depuis 1992.

L'adoption d'un *currency board* n'est pas seulement un moyen de contrôler l'inflation. C'est aussi une profession de foi, un choix délibéré de limiter l'intervention des autorités dans le fonctionnement de l'économie. Il s'accompagne d'ordinaire d'une grande dérégulation des flux de capitaux, ce qui doit stimuler les investissements étrangers. En ce qui concerne le marché boursier argentin, les conséquences en sont (outre l'absence de contrôle des changes inhérente au système) l'absence de taxation des dividendes et des gains en capital, l'absence d'obligation de déclaration pour les investisseurs étrangers et l'absence de limitation à la part des sociétés accessibles aux étrangers, ce qui fait de la bourse de Buenos Aires l'une des plus ouvertes au monde.

A première vue, l'impact de la stabilisation monétaire sur la bourse devrait être plutôt défavorable. La mise en place d'un système de change fixe ne s'est en effet pas traduite par une stabilisation immédiate du rythme de hausse des prix argentins au niveau de celui du pays de référence, les Etats-Unis. Aussi rapide qu'ait été la désinflation, on a donc assisté en 1991 et 1992 à une appréciation sensible du taux de change effectif réel, ce qui a fait peser une forte pression sur les entreprises des secteurs fortement concurrentiels. Certes cette pression est saine dans la mesure où elle incite les entreprises soit à se spécialiser sur des secteurs où la demande est peu élastique aux prix, donc plutôt à forte intensité capitalistique, soit à effectuer les gains de compétitivité nécessaires à leur survie, mais elle a un effet instantané négatif sur les profits. Pourtant les actions argentines ont vu leurs prix presque multipliés par sept dans les mois qui ont suivi la mise en place du plan Cavallo et la stabilisation effective de l'économie, ce qui constitue de loin la plus belle performance enregistrée sur le continent au cours des dernières années. Pour expliquer cette performance, il faut rappeler que dans une logique classique de valorisation des actifs financiers (du type *Dividend Discount Model*) le prix des titres dépend de deux éléments : les revenus futurs d'une part et un facteur d'actualisation, traduisant la rémunération exigée du capital, de l'autre. Il est clair que dans la logique d'arbitrage rendement-risque qui doit être celle des investisseurs, une modification du risque attaché à un actif entraîne une modification du rendement qui est exigé sur cet actif, donc de son prix. Or le passage de l'Argentine d'un environnement hyperinflationniste à un environnement d'inflation contrôlée et de change fixe représente en ce domaine une véritable révolution. La disparition totale ou quasi-totale du risque de change qui constitue pour les opérateurs de marché une dimen-

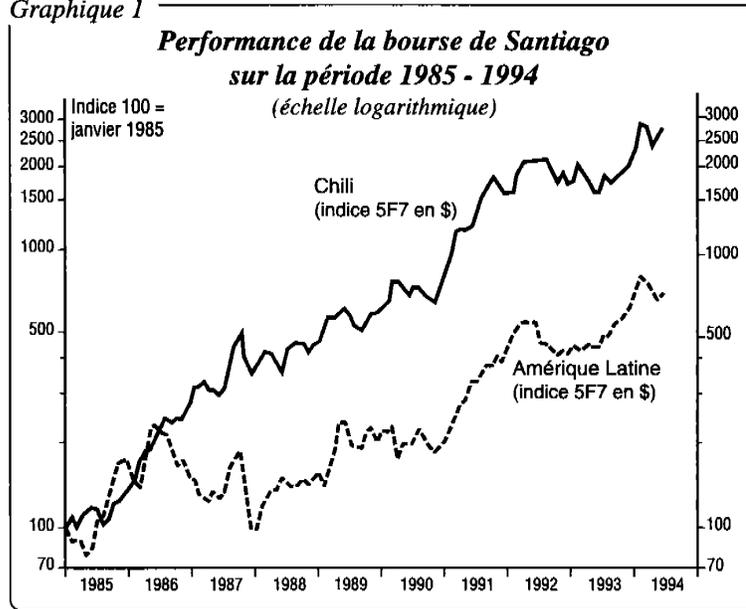
sion majeure du risque global devait amener à revaloriser les titres argentins, et le changement d'univers était telle qu'aucune référence historique ne pouvait aider à déterminer leur nouveau niveau de juste valorisation. Le retour des capitaux *évadés* d'Argentine au cours des années précédentes et les flux de capitaux massifs originaires en grande partie des Etats-Unis ne sont ni plus ni moins que la réponse logique d'investisseurs qui ont pleinement intégré cette modification des risques dans leur processus d'arbitrage et d'allocation d'actifs.

Enfin, il faut noter un dernier élément qui explique une partie de la superperformance de la bourse de Buenos Aires. Le suivi des cours boursiers au long des vingt dernières années montre de façon saisissante à quel point l'inflation est mal intégrée par les opérateurs dans la fixation des prix des actifs financiers. En période d'accélération de la hausse des prix on observe une sous-performance systématique des cours, relativement à leur tendance fondamentale (i.e. la croissance du PIB), alors qu'en période de décélération de la hausse des prix on constate une superperformance des cours relativement à cette tendance⁵. C'est donc sans surprise qu'après de si longues années d'inflation galopante l'arrêt brutal mis à la hausse des prix en Argentine a entraîné une envolée spectaculaire des cours.

Le plan de stabilisation de Domingo Cavallo n'a malheureusement pas eu que des effets bénéfiques, et l'Argentine devra peut-être abandonner son système monétaire à plus ou moins court terme. Il est vrai aussi que d'autres pays du continent n'ont pas eu besoin d'en passer par là pour attirer à nouveau les capitaux internationaux. Mais l'efficacité avec laquelle ce plan a permis de briser l'hyperinflation fera probablement des émules dans les années qui viennent, et pas uniquement en Amérique du Sud. Le Brésil a choisi un autre chemin pour arriver à un résultat qu'il espère identique. Il est probable que si la stabilisation est atteinte dans ce pays, les marchés financiers n'y resteront pas insensibles.

⁵ Ce phénomène d'illusion nominale est décrit et analysé par Michèle DEBONNEUIL dans Les marchés financiers victimes de l'illusion nominale, *Perspectives* n° 53, Banque Indosuez, mai 1994.

Graphique 1



178

Graphique 2

