

# LES MARCHÉS PRIMAIRES ACTIONS DANS LES MARCHÉS ÉMERGENTS

RICHARD HEALD

AVEC LA COLLABORATION DE MARC-OLIVIER LAURENT ET SOPHIE JAVARY\*

Les turbulences économiques et financières qui ont affecté les marchés asiatiques d'une façon sans précédent ont fait les unes financières de la presse mondiale à la fin de 1997. Alors que cette crise a eu immédiatement un impact sur les cours des devises et les marchés boursiers de cette région, elle aura certainement également des implications fortes et à long terme sur les politiques économiques de ces pays, leurs structures capitalistiques ainsi que l'influence de l'Etat dans la structure de ces économies.

Les marchés émergents ont tous dans leur ensemble subi directement les effets de cette crise financière. Alors que l'impact immédiat a été le même sur l'ensemble des marchés boursiers émergents, l'impact à moyen et long terme devrait varier fortement selon les régions économiques.

Nous prévoyons par exemple pour 1998 une baisse de 4,5% seulement des flux d'investissements nets vers l'Amérique Latine contre une chute de 32%, pour la même période, des flux vers l'Asie. A long terme, la crise asiatique permet à l'Amérique Latine de s'établir pour la première fois comme une zone stable et sûre avec des taux de croissance à long terme attractifs à des niveaux de pays émergents (soit une croissance annuelle du PIB en moyenne de 4 à 5 %). Ceci aura pour conséquence un impact positif sur la capacité de ces pays tant de la part du secteur public que du secteur privé de lever des capitaux sur les marchés internationaux.

127

Tableau n° 1  
Flux nets de capitaux (\$ Mds)

	vers l'Amérique Latine	vers l'Asie
1996	82	150
1997	68	90
1998	65	62

Source : J.P. Morgan

\* ABN-AMRO Rothschild.

En général, l'effet de cette crise sur les économies a effectivement varié selon les régions en termes de retentissement sur la croissance. Par exemple, le Chili a été affecté directement du fait que 30 % de ses revenus d'exportations proviennent du cuivre. L'industrie sidérurgique en Amérique Latine a été également affectée. L'attention des investisseurs est également devenue plus aiguë concernant le besoin de certaines réformes économiques dans certains pays comme, par exemple, la nécessité d'une réforme profonde de la Sécurité Sociale et du système fiscal au Brésil ou la situation de la devise en Argentine. Le coût du capital a ainsi augmenté, ce qui a provoqué à court terme de nombreuses difficultés pour le service de la dette tant de la part des banques centrales que de celle des émetteurs du secteur privé.

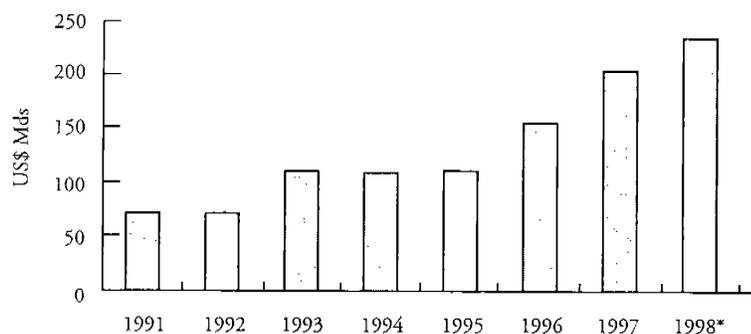
**Tableau n°2**  
**Croissance réelle du PNB,**  
**taux d'inflation et solde de la balance courante**  
**des principaux pays d'Amérique Latine (1997-1999)**

	Croissance réelle du PNB (en %)			Taux d'inflation (en %)			Solde balance courante (en % du PNB)		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
Argentine	7,6	4,5	5,0	0,5	0,3	1,2	-2,8	-3,7	-4,2
Brésil	3,5	-0,5	3,0	6,0	3,2	4,5	-4,4	-2,8	-3,0
Chili	6,2	5,5	5,0	6,1	5,3	5,0	-2,4	-5,0	-5,7
Colombie	3,0	5,0	4,3	18,5	19,1	17,8	-5,0	-5,7	-5,0
Equateur	3,5	3,0	3,4	30,6	25,5	21,5	-2,4	-4,0	-3,9
Mexique	7,1	5,0	4,6	20,5	14,0	12,5	-2,0	-3,0	-4,1
Pérou	7,4	5,6	5,3	8,7	7,8	8,3	-5,2	-5,8	-6,1
Vénézuela	4,4	6,0	5,1	50,2	32,0	26,0	6,9	1,5	1,6

#### *LES TENDANCES DU MARCHÉ PRIMAIRE*

Le volume global des émissions primaires d'actions a considérablement augmenté pendant les années 1990. En 1997, ce marché a représenté un volume global d'émissions de U.S. \$ 203 milliards, soit presque le triple des montants levés sur les marchés primaires en 1991 et 33 % de plus que les volumes atteints sur ce marché en 1996. Bien que le resserrement de la politique monétaire américaine en 1994 et 1995 et la crise du peso mexicain aient eu un effet certain de ralentissement sur le rythme de croissance de ce marché pendant ces deux années-là, il semble clair que la tendance générale est à la croissance forte de ce marché. Nos prévisions pour 1998 sont d'un volume global d'émissions d'au moins U.S.\$ 235 milliards sur la base de marchés boursiers très porteurs en Europe et aux Etats-Unis.

**Graphique n° 1**  
**Volume du marché primaire actions de 1991 à 1997**



\* Estimation

Source : Bondware/ABN AMRO Equities Forecasts

Il est intéressant de se pencher sur la répartition de ces volumes globaux d'émissions par grande zone géographique. Ces marchés ont été largement dominés par les émissions en provenance d'Europe et d'Amérique du Nord. L'Asie et l'Amérique Latine représentent les zones avec le plus fort potentiel de croissance. Ce nous semble toujours devoir être le cas en dépit des turbulences récentes qui ont, toutefois, positionné l'Amérique Latine comme la zone à plus fort potentiel à court terme.

129

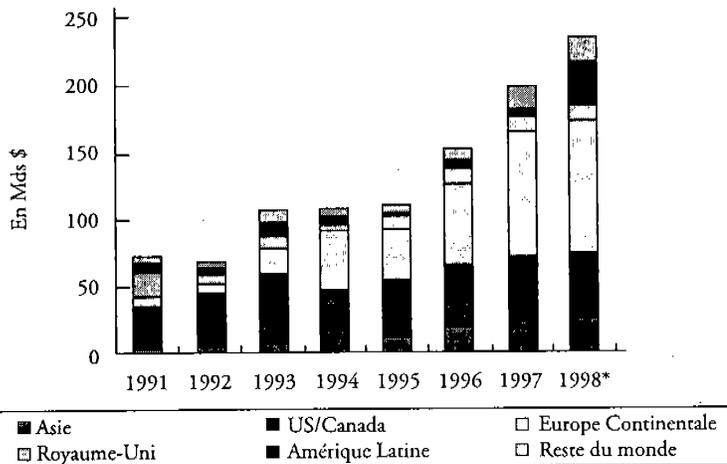
**Tableau 3**  
**Volume cumulé d'émissions d'actions depuis 1991 (en Mds \$)**

Région	Volume cumulé (Mds \$)
Asie	79
Amérique du Nord	296
Europe Continentale	274
Royaume-Uni	75
Amérique Latine	37
Reste du monde	57

Des tendances nettes se dégagent depuis sept ans. Le volume des émissions en provenance d'Europe Continentale a augmenté très fortement (volumes multipliés par près de 12 depuis 1991) ainsi que celui des émissions en provenance d'Asie. La croissance du volume du marché primaire actions est venue principalement des marchés émergents d'Europe de l'Est, d'Asie et d'Amérique latine alors que des marchés plus mûrs comme ceux des Etats-Unis et du Royaume-Uni ont connu peu de

croissance des volumes d'émissions. Parmi les marchés émergents, c'est l'Amérique latine qui a connu la croissance la moins forte, en raison, probablement, de l'héritage lourd des crises d'endettement des années 1980 et de la crise mexicaine de 1994/1995 qui ont affecté durablement la confiance tant des émetteurs que des investisseurs dans les marchés actions. Cette longue histoire de crises financières a cependant entraîné une profonde série de réformes structurelles dans ces pays et les programmes de stabilisation actuellement mis en place dans la région représentent une claire détermination de la part de ces pays à se positionner favorablement pour l'établissement d'une croissance stable à l'avenir. La contribution globale de l'Amérique Latine aux volumes mondiaux du marché primaire a été relativement faible en pourcentage (environ 4,5%) sur la période considérée. Mais le niveau atteint en 1997 a été un record avec US \$ 6 milliards d'émissions. Les prévisions pour 1998 et au-delà sont que l'Amérique Latine devrait connaître un fort niveau de croissance du volume de ses émissions primaires actions.

Graphique n° 2  
Volume des émissions d'actions de 1991 à 1997  
Répartition géographique



*LES ATTITUDES DES INVESTISSEURS A L'EGARD  
DE L'INVESTISSEMENT DANS LES PAYS EMERGENTS.*

Le volume des émissions primaires en provenance des pays émergents dépendra directement de l'appétit des investisseurs institutionnels internationaux à l'égard de ces pays et du volume de fonds disponibles qui

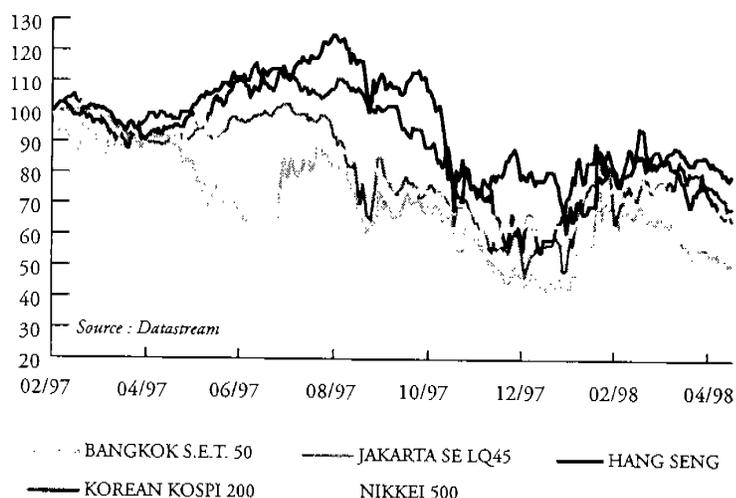
sera fonction des politiques d'allocations d'actifs que ces investisseurs mèneront dans les années à venir.

Afin d'étudier le potentiel représenté par les émissions primaires en provenance des pays dits émergents, ABN AMRO Rothschild a récemment mené une enquête sur ce thème auprès des investisseurs internationaux les plus actifs dans ces pays. Environ 50 investisseurs ont été approchés pour cette enquête, 16 américains, 19 britanniques et 12 d'Europe Continentale représentant environ U.S. \$10 milliards de fonds en gestion.

Cette étude a été menée au cours du premier trimestre de 1998, au moment où les marchés tant européens qu'américain connaissent des progressions très fortes et où les marchés émergents commencent péniblement à se remettre des effets de la crise asiatique. Rappelons que ces marchés ont été durement affectés : la Bourse de Bangkok a baissé de 60%, le Nikkei de 50%, le Kospi Coréen de 40%, l'indice Hang Seng de 30% par rapport aux niveaux de Janvier. Les marchés latino-américains ont été affectés de façon similaire, l'indice brésilien Bovespa baissant de 25 % en deux jours en Juin 1997 après s'être apprécié de 80 % depuis Janvier 1997. L'indice mexicain Mexbol (relativement peu touché en Juin par les problèmes thaïlandais et indonésien ) a, lui, perdu 20% de sa valeur en quatre jours entre le 22 et le 27 octobre à la suite de l'effondrement de la Bourse de Hong Kong.

131

Graphique n° 3  
Performances des marchés boursiers asiatiques depuis février 1997



Graphique n° 4  
Performances relatives des marchés boursiers latino-américains



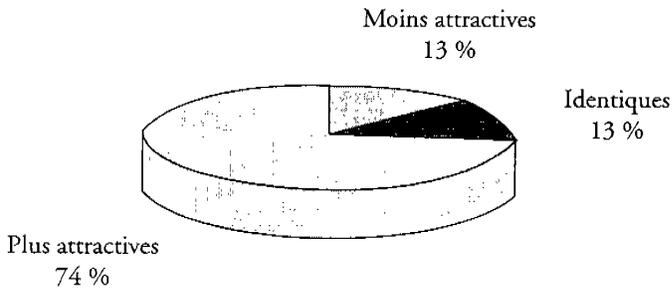
132

L'impact immédiat de ces perturbations a été la sortie des fonds institutionnels de ces marchés. Cette conclusion est mise en valeur dans une récente étude de l'Institut de Finance Internationale de Washington qui a prévu que le total des flux nets de capitaux vers les pays émergents devraient décroître de 16,5% environ entre 1997 et 1998 de US \$ 90,3 milliards à US \$ 75,4 milliards. Cette étude comprend tous les pays émergents y compris les marchés d'Asie qui vont sans doute subir directement cette baisse des flux de capitaux et n'analyse pas plus précisément les différences régionales au sein des pays émergents. Une étude menée par Micropal avant la crise asiatique avait mesuré les investissements en actions des 106 principaux fonds spécialisés dans les pays émergents à environ US \$ 54 milliards, dont environ US\$ 19 milliards dédiés à l'Amérique latine.

L'étude menée par ABN AMRO Rothschild s'est donc concentrée sur ce pool d'investisseurs et sur leurs intentions futures en matière notamment de décisions d'allocations de portefeuille. Cette enquête a montré que, comparés à l'ensemble des marchés actions des pays émergents, les marchés boursiers d'Amérique Latine sont très bien considérés

par l'échantillon d'investisseurs interrogés. L'enquête d'ABN AMRO Rothschild a montré que les actions d'Amérique Latine étaient présentes dans une proportion de plus de 30% dans les portefeuilles de 70% des clients sondés. De plus, 90% de ces investisseurs ont indiqué leur intention de maintenir ou d'accroître la part de leurs portefeuilles consacrés à l'Amérique Latine. Comme décrit ci-dessous, les investisseurs préfèrent dans leur majorité les actions latino-américaines aux actions asiatiques. De plus, les investisseurs préfèrent à 46% les actions de cette région à celles d'Europe Centrale et de l'Est, aux actions russes (à plus de 57%) et à celles d'autres marchés émergents (à environ 53%).

**Graphique n° 5**  
**Opinion des investisseurs actions sur l'Amérique latine**  
**par rapport à l'Asie**



133

Source : Enquête ABN AMRO Rothschild

De ces résultats, on tire la conclusion qu'une large majorité des investisseurs globaux dans les marchés émergents sont sur-pondérés sur l'Amérique latine et que l'attrait pour cette zone est très fort dans ces portefeuilles. Environ 80% de ces investisseurs institutionnels reconnaissent cette sur-pondération au sein de leurs portefeuilles sur les pays émergents. De plus, un pourcentage d'entre-eux supérieur à 20% a l'intention de maintenir ou d'augmenter cette sur-pondération dans les années qui viennent.

Le tableau ci-après résume les principaux sujets de préoccupation de ces investisseurs à l'égard de leurs investissements dans les pays émergents ainsi que le niveau d'importance de ces facteurs.

**Tableau n°4**  
**Sujets de préoccupation des investisseurs**  
**à l'égard de leurs investissements dans les pays émergents**

Facteurs	Pas concernés	Faiblement concernés	Concernés	Très concernés	Extrêmement concernés
Stabilité politique	-	24%	21%	34%	21%
Perspectives de croissance	-	5%	13%	45%	37%
Progrès sur la libéralisation du commerce général	42%	34%	24%	-	-
Déréglementation des marchés de capitaux	5%	12%	27%	28%	28%
Progrès sur les privatisations	-	-	18%	41%	41%
Progrès sur les libéralisations des échanges régionaux	47%	32%	21%	-	-

Source : Enquête investisseurs ABN AMRO Rothschild

Les principales sources d'hésitations des investisseurs à l'égard de l'investissement dans ces pays sont relativement classiques et les résultats de cette enquête ne nous ont pas à cet égard étonnés. Elles peuvent être résumées en un souci d'une plus grande ouverture des politiques gouvernementales sur le plan du libéralisme, d'une réduction de l'influence de l'Etat dans les économies, la nécessité d'une amélioration de l'efficacité du fonctionnement de l'Etat et des entreprises publiques, une attention forte portée aux progrès réalisés en matière de privatisations du secteur public et à la déréglementation des marchés financiers. Tout ralentissement dans le processus de privatisation du secteur public et dans les calendriers de déréglementation ne pourront être que perçus négativement par les investisseurs institutionnels internationaux.

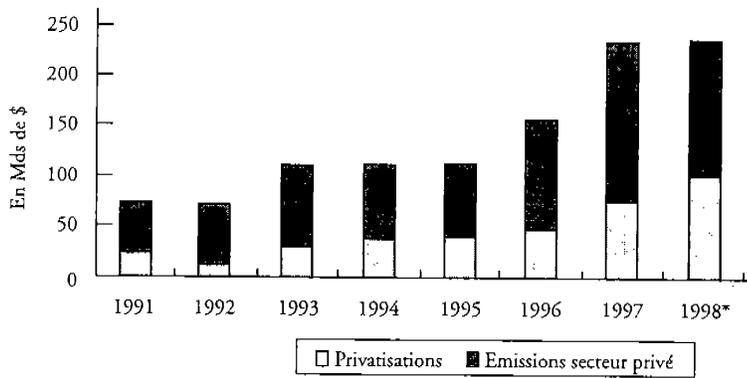
134

#### *LES PRIVATISATIONS :*

##### *MOTEUR DU DEVELOPPEMENT DU MARCHE PRIMAIRE*

Les privatisations devraient rester d'une importance-clé en ce qui concerne les émissions primaires dans les pays émergents. Lorsque l'on analyse la répartition des émissions sur actions entre celles réalisées par des gouvernements (les privatisations) et celles en provenances du secteur privé, on constate qu'une proportion relativement stable du marché a été représentée par les privatisations au cours des sept dernières années à environ 35/40% du volume total des émissions. Seule l'année 1992 a connu pour les privatisations une part plus faible mais le niveau global d'émissions a été en baisse cette année-là au moment du pic de la récession en Europe et aux Etats-Unis.

**Graphique n°6**  
**Emissions d'actions mondiales**  
**Répartition Privatisation/Emissions du secteur privé**



\* Estimation  
 Source : Bondware

Sur une base globale, on peut s'attendre à ce que les volumes d'émissions venant des privatisations soient en baisse dans les années à venir dans la plupart des pays développés puisque ceux-ci arrivent en bout de leurs programmes de privatisations (comme, par exemple, le Royaume Uni, l'Italie, l'Espagne, le Portugal).

La situation est toute différente dans les pays émergents, dans lesquels les marchés boursiers ne sont pas aussi développés en dépit de programmes de privatisations déjà actifs. La principale différence entre les programmes de privatisations dans les pays émergents et dans les pays développés a résidé dans le fait que la majeure partie des privatisations dans les pays émergents a été réalisée par voie de cessions de gré à gré ou de blocs d'actions à des investisseurs stratégiques plutôt que par des cessions sur les marchés financiers. Avec le développement des bourses en Amérique Latine et en Europe centrale, nous pensons que les privatisations futures seront davantage effectuées par la voie boursière. À l'inverse, en Asie, avec les conditions de marché très difficiles qui devraient continuer de prévaloir en 1998, nous pensons que les privatisations se feront plutôt par voie industrielle et très peu à travers les marchés financiers. Toutefois, les questions sensibles de souveraineté nationale et de détention des actifs clés par des investisseurs étrangers pourrait continuer à limiter l'usage de cette méthode de vente par les Gouvernements de la zone Asie-Pacifique. De toute façon, le rythme des privatisations et leur poids dans les émissions primaires devraient continuer à être très forts dans l'ensemble des pays émergents.

*LES EMISSIONS D'ACTIONNEMENT DU SECTEUR PRIVÉ*

En dépit de la crise asiatique, la croissance dans les pays émergents devrait repartir et l'activité économique devrait être stimulée par de nombreux facteurs tels que :

- La croissance des regroupements et rationalisations d'entreprises à l'intérieur d'un même pays. L'activité fusions-acquisitions domestique devrait se développer fortement ;
- Le développement des investissements et regroupements d'entreprises entre pays au sein d'une même région économique devraient également être importants ;
- Une croissance significative des investissements stratégiques dans ces pays par des firmes internationales qui soit participeront activement aux programmes de privatisations, soit investiront directement dans le secteur privé.

L'ensemble de ces facteurs, combinés à l'intensification de la concurrence dans un environnement déréglementé, les plans d'expansion et l'accroissement de la liquidité des marchés boursiers conduiront les entreprises du secteur privé de ces pays à considérer davantage les marchés-actions comme un recours possible en matière de financement. La perception même de l'investissement en actions évolue dans ces pays, en grande part du fait du développement des campagnes de publicité liées aux privatisations ; celui-ci est devenu plus « respectable » et moins sujet à un marché de spéculateurs et de détenteurs d'informations privilégiés.

Cette tendance ne devrait toutefois n'avoir qu'un impact limité sur le plan du marché primaire international. En effet, en Amérique latine par exemple, le secteur privé est largement dominé par des entreprises non cotées et familiales. Parmi les 500 plus grandes entreprises d'Amérique latine, 385 sont brésiliennes. Parmi ces 385 entreprises, seulement 70 sont cotées en bourse au Brésil et seules 12 font l'objet d'une cotation réelle avec une liquidité minimale de leurs titres. En général, les entreprises du secteur privé sont méfiantes à l'égard des marchés boursiers et de la perte du contrôle sur le capital que la cotation en bourse implique.

Trois points doivent à cet égard être soulignés :

1. Les entreprises du secteur privé de ces pays ont tendance à refuser la transparence nécessaire à une cotation en bourse et à ne pas vouloir appliquer les principes comptables internationaux. Une telle attitude nécessite de la part des intermédiaires des exigences très fortes en matière de *due diligence* et de montage des opérations ;

2. La croissance dans certains de ces pays des fonds de pension et de l'épargne domestique investie localement en actions a fourni d'autres options de financement à ces entreprises qui ressentent donc moins la pression de s'adapter aux standards internationaux sur ce plan.

3. Généralement, ces entreprises ne traitent pas les actionnaires minoritaires de façon très sérieuse .

Nous verrons, également au cours des mois qui viennent, des banques asiatiques cherchant à reconstituer leurs fonds propres sur les marchés boursiers en émettant du capital différé à travers des émissions de convertibles comme ont commencé à le faire les banques thaïlandaises. Au fur et à mesure que la stabilité revient sur ces marchés, cette tendance devrait se développer de la part des pays asiatiques. Toutefois, les niveaux d'exigence en termes de transparence et d'informations comptables seront très fortes de la part des investisseurs institutionnels.

Une tendance importante du marché primaire des marchés émergents en 1998/1999 sera également représentée par les privatisations du secteur télécom en Europe Centrale et de l'Est.

**Tableau n° 5**  
**Privatisations dans le secteur des télécoms en Europe de l'Est**

Pays	Opérateur	Date de privatisation	Population (m)	Nombre de lignes (m)	Date de libéralisation du secteur
Pologne	TPSA	1998	38.7	7.4	1999-2003
Roumanie	Romtelecom	1998	22.7	3.3	2000
Slovaquie	Slovak Telecom	1998	5.3	1.5	2003
Estonie	Estonia Telecom	1998	1.5	0.5	2001
Croatie	Croatia Telecom	1998	4.5	1.3	n.a.
Kazakhstan	Kazakhstan Telecom	1999	16.4	2.1	n.a.
Ukraine	Ukraine Telecom	1999	51.9	9.4	n.a.
Bulgarie	BTC	1999	8.4	2.8	2005

Source : ABN AMRO

Dans les 12 à 18 mois qui viennent, environ US\$ 16 milliards devraient être levés dans ce secteur. Ces émissions seront soutenues par l'attrait que présentent les perspectives de croissance du secteur télécom compte tenu du faible niveau actuel de consommation en télécommunications, des déréglementations en cours et, enfin, de l'accès qu'ont ces opérateurs au *know how* de leurs partenaires stratégiques. On peut donc citer comme exemples d'émissions à venir Matav, CRK, Vimpelcom et Bashinformsvyaz en Russie, TSA en Pologne et Estonian Telecom.

En conclusion, l'activité du marché primaire de la part des pays émergents devrait donc continuer à croître de façon forte, portée par les vagues de privatisations, les besoins de diversification des portefeuilles des investisseurs institutionnels et le développement de l'épargne domestique investie en actions. Elles impliqueront de la part des maisons actives sur ces marchés un intense effort en matière de recherche économique et financière ainsi qu'une attention particulière aux *due diligence* nécessaires à ce genre d'opérations afin que les investisseurs institutionnels ne se détournent pas de ces pays si les déconvenues y sont trop importantes au regard des taux de rentabilité espérés. La crise asiatique, bien que majeure, n'a heureusement pas affecté tous les pays émergents dans leur ensemble et nous sommes très positifs sur la croissance du marché primaire d'Amérique latine et d'Europe centrale pour les 12 à 18 mois qui viennent.