

LA PART DES PAYS ÉMERGENTS DANS LA CAPITALISATION BOURSIÈRE MONDIALE EN 2000

RICHARD CLÉMENT *

En 1992, sur une capitalisation boursière mondiale de 10.920 milliards \$, les pays émergent en représentaient 8,7 %, soit 956 milliards \$¹, alors qu'ils comptaient pour 22 % du PIB total et 85 % de la population. Cette part est en progression constante depuis 1986 où elle n'était que de 3,7 %. Les perspectives offertes par ces marchés laissent à penser que ce mouvement devrait se poursuivre d'ici l'an 2000.

I — La méthode retenue

On retiendra les données de l'International Finance Corporation (Banque Mondiale) :

1) *La distinction pays développés/pays émergents.* On prend le critère de richesse du PNB par habitant. Classique, il permet de constituer deux groupes suffisamment distincts². Son inconvénient réside dans la rigidité d'une classification, établie sur la base des données de 1992 et conservée jusqu'en 2000.

2) *Le taux de capitalisation* ou rapport capitalisation boursière/PIB. Ce critère donne une indication des perspectives boursières d'un pays. Sur le passé, le nombre d'observations disponibles ne permet pas de mettre en évidence une corrélation forte avec la croissance de l'économie. Toutefois on peut noter que cette corrélation est positive, dans le cas de l'Amérique Latine et de l'Asie. Comme la plupart des pays susceptibles d'ouvrir un marché l'ont déjà fait, à l'exception des pays arabes³, c'est dans l'évolution des marchés déjà existants qu'il faut chercher les facteurs principaux d'augmentation.

* Commission des Opérations de Bourse.

1 Pour 1993 cette part a été portée à 11,6 %

2 Le dernier pays développé, la Nouvelle Zélande, est très nettement devant le premier émergent, le Portugal avec 12 300 \$/hab contre 7450 \$/hab.

3 Selon les experts financiers anglais treize pays arabes au moins devraient ouvrir un marché d'ici deux ans. Ces marchés pourraient drainer une partie des 800 milliards de \$ détenus par des fonds arabes en occident. (*La Lettre de l'Expansion*, 12 septembre 1994, p. 7).

A partir de ces critères, et disposant des projections du PIB établies par le CEPII, il est possible d'obtenir un ordre de grandeur de la part des pays émergents dans la capitalisation boursière mondiale à partir d'hypothèses faites sur le taux de capitalisation.

Le détail des grilles de lecture ainsi que des précisions sur les données font l'objet de l'annexe I.

II — Projections du PIB

On a retenu, sans les modifier, les projections du CEPII⁴ qui sont récentes et en ligne avec celles des principaux organismes internationaux. Les projections du PIB donnent des indications sur la période 1992-1995 et 1995-2000. La croissance mondiale devrait être de 2,4 % jusqu'en 1995 puis de 3,2 % jusqu'en 2000, avec des performances très différentes selon les régions.

La croissance la plus forte est enregistrée par les « dragons » (6,7 % sur l'ensemble de la période) qui tirent le reste de l'Asie (5,9 %). Le Japon connaît quant à lui une croissance moins importante (3,4 %) que dans les

48

Croissance du PIB	Taux de croissance annuel en %	
	1992-1995	1995-2000
Etats-Unis	1,8	2,3
Japon	3,5	3,3
Allemagne réunifiée	2,8	3,0
Italie	2,3	3,0
Royaume Uni	1,8	1,8
Autres CEE	2,6	2,6
Autres Europe	2,4	2,4
Autres OCDE	2,1	2,5
Amérique latine	3,0	3,8
Monde arabe	3,5	4,0
Afrique noire	3,1	3,5
4 NPI d'Asie	6,4	7,0
Reste de l'Asie	5,8	6,0
Europe de l'Est	- 1,7	2,6
Monde		

4 - *Économie mondiale 1990-2000 : l'impératif de croissance*, Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales.

années 80, en raison du plein emploi et des tensions inflationnistes. Les États-Unis se contentent de 2 % dûs à leurs difficultés financières ainsi qu'à de faibles gains de productivité. En Europe c'est le chômage qui limite la croissance à 2,5 %. Les difficultés de l'Europe de l'Est⁵ sont telles qu'il faudra attendre la période 1995-2000 pour retrouver une croissance positive qui s'établit à 2,6 %. L'Amérique Latine avec 3,4 % et l'Afrique avec 3,3 % se relèvent des mauvaises performances de la décennie précédente.

Cette évolution fait passer la part des pays émergents dans les PIB mondiaux de 22 % à 24,2 %. Malgré le rattrapage en terme de PIB de la plupart des économies en voie de développement, leur poids reste très largement inférieur à celui des économies développées.

C'est donc d'une augmentation du taux de capitalisation que proviendrait, si elle devait avoir lieu, une amélioration du poids des pays émergents dans la finance mondiale. Ce devrait être le cas étant donné la tendance au développement des marchés, très nette lorsqu'on observe le tableau du taux de capitalisation global des pays émergents depuis 1984⁶.

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Taux de capitalisation globale des pays émergents en % du PIB	6,53	8,18	8,92	18,12	19,88	32,72	23,86	25,80	27,21

49

III — Évolution de la capitalisation boursière

En 1992, le taux de capitalisation moyen des pays développés est de 55 %, celui des pays émergents est de 27 %.

Dans l'hypothèse où l'essor actuel que connaissent les marchés financiers dans les pays émergents devrait se poursuivre d'ici l'an 2000, on peut s'attendre à ce que le taux de capitalisation connaissent un accroissement notable là où il est encore faible et quand les perspectives économiques sont bonnes.

Le premier facteur d'augmentation de la part des pays émergents est la croissance plus forte de leur PIB puisque dans un premier scénario d'évolution à taux de capitalisation constant, elle passe de 8,7 à 10,5 %.

Dans les scénarios envisagés ci-dessous, les taux de capitalisation varient, en posant comme hypothèse de base que les pays émergents ont

⁵ Hormis l'Allemagne de l'Est.

⁶ On observe une tendance régulière à la hausse, sauf de 1989 à 1990, où les capitalisations boursières ont connu une baisse notable, particulièrement en Corée et à Taïwan. Il est toutefois remarquable que cette anomalie de parcours n'ait pas altéré la tendance lourde d'une augmentation d'environ + 2 % par an depuis 1987.

tendance à rejoindre les pays développés sur ce terrain. Ce sera le cas si la tendance actuelle au développement du marché boursier pour le financement de l'économie se poursuit avec la même vigueur que depuis 10 ans. Les perspectives d'augmentation les plus fortes se trouvent alors dans les pays où les marchés sont encore peu importants. Les pays développés, quant à eux, déjà en moyenne largement financés par recours au marché, ne devraient pas connaître le même essor. Il faut toutefois garder à l'esprit qu'en raison de leur poids économique, une augmentation de 1 % du taux de capitalisation dans les pays riches a le même impact sur la capitalisation mondiale qu'une augmentation de 4 % chez les autres.

Hypothèse d'évolution faible

Le second scénario prend à leur valeur minimale toutes les possibilités d'augmentation de la capitalisation des pays émergents. On envisage que le taux de capitalisation moyen des pays développés reste constant, en raison de leur niveau déjà élevé, tandis que parmi les pays émergents, seuls changent dans de légères proportions :

- l'Amérique latine, de 22 % à 30 %
- l'Europe de l'Est, de 1 % à 5 %
- les 4 NPI d'Asie, de 56 % à 60 %
- le reste de l'Asie, de 16 % à 20 %
- le Portugal, la Grèce et Maurice qui passent à 20 %

50

Ces variations du taux de capitalisation font passer la part des pays émergents de 8,7 % à 13 % (le détail des résultats chiffrés est donné en annexe IV). Ce chiffre est à comparer à la variation de 1,8 % due à l'augmentation de part du PIB. Une faible augmentation de la capitalisation boursière suffit à avoir pour les pays émergents un effet légèrement plus important que la seule évolution du PIB, si peu de changements affectent les pays développés.

Hypothèse d'évolution conjointe

Toujours dans l'hypothèse d'un rattrapage des pays développés par les pays émergents en terme de taux de capitalisation, on envisage une légère progression de ces taux dans les pays développés et une augmentation plus importante dans les pays émergents.

Les changements concernent

- l'Allemagne : de 19 % à 25 %
- la France : de 27 % à 30 %
- l'Italie : de 11 % à 15 %
- le Royaume-uni : de 102 % à 110 %
- l'Autriche : de 11 % à 20 %
- l'Australie : de 46 % à 60 %

- l'Amérique latine : de 22 % à 40 %
- le Proche Orient : de 20 % à 25 %
- l'Afrique du Sud : de 144 % à 150 %
- l'Europe de l'Est : de 1 % à 15 %
- les 4 NPI d'Asie : de 56 % à 70 %
- le reste de l'Asie : de 16 % à 30 %
- le Portugal, la Grèce et Maurice : à 30 %

Le taux moyen de capitalisation boursière dans les pays développés passe de 55 % à 57 %.

Le taux moyen de capitalisation boursière des pays émergents passe à 42 %, et leur part représente alors 15 % du total de la capitalisation boursière mondiale.

Limites probables d'évolution

Disposant d'une estimation des PIB pour 2000, il est équivalent d'étudier le rapport :

$$\frac{\text{Capitalisation des pays émergents}}{\text{Capitalisation mondiale}}$$

ou d'étudier le rapport⁷ :

$$\frac{\text{Taux de capitalisation pays développés}}{\text{Taux de capitalisation pays émergents}}$$

51

Comme il est plus parlant de faire des hypothèses en terme de taux de capitalisation qu'en termes de volumes de capitalisation boursière, ce rapport des taux de capitalisation peut servir à fixer des limites à notre estimation.

Ce rapport s'établit actuellement à 2,1. Il descend à 1,96 dans le premier scénario, à 1,57 dans le second, et à 1,36 dans le troisième⁸. Il devrait diminuer du fait de l'évolution des places boursières émergentes. Il y a peu de chance en revanche pour que le rapport soit de 1 d'ici l'an 2000. Cela signifierait que les pays émergents auraient, d'ici là, rattrapé les pays développés.

On voit que lorsque le taux de capitalisation est deux fois plus important dans les pays développés, les pays émergents représentent 10 % de la capitalisation mondiale. Lorsque le rapport est de 1 cette part passe à 19 %, et cette limite ne devrait pas être franchie.

⁷ Taux de capitalisation pays développés / Capitalisation pays développés PIB pays émergents
Taux de capitalisation pays émergents / Capitalisation pays émergents PIB pays développés
⁸ Voir annexe V pour le détail des expressions.

Synthèse des résultats

	Part des PVD dans la capitalisation mondiale	Ratio des taux de capitalisation
1992	8,7	2,1
Scénario 1 pour 2 000 : Taux de capitalisation constant tous les pays	10,5	1,9
Scénario 2 pour 2 000 : Taux de capitalisation en hausse pour les PVD, constant pour les pays développés	13	1,57
Scénario 3 pour 2 000 : Taux de capitalisation en hausse pour les PVD, en hausse modérée pour les pays développés	15	1,36
Limite haute : 19	1	

52

IV— Conclusion

Ces simulations sont faites en supposant que la tendance au développement des marchés boursiers se maintiendra d'ici l'an 2000. Cette hypothèse est cohérente avec la projection du PIB selon un modèle de continuité.

Plusieurs facteurs sont à prendre en ligne de compte pour expliquer les différentes évolutions possibles.

* *La croissance des PIB*, plus forte dans les pays émergents que dans les pays développés. À lui seul, cet effet peut-être responsable d'une augmentation de presque 2 % de la part des pays émergents.

* *L'augmentation des taux de capitalisation*. Là encore, les plus fortes variations sont à attendre dans les pays émergents. L'impact de ce facteur (+ 3 %) est plus fort que celui du premier, même dans une hypothèse d'évolution faible.

* *Le poids prépondérant des pays développés.* Quelles que soient les forces tendant à augmenter le poids des pays émergents dans la capitalisation boursière mondiale, l'importance des pays développés reste telle qu'elle représente un frein considérable à une augmentation au delà d'une part de 17 %. Car il y a une forte probabilité pour qu'à un essor important des marchés émergents corresponde une augmentation même faible du taux de capitalisation dans les pays développés.

L'effet de rattrapage des PIB et du taux de capitalisation boursière des pays émergents peut les conduire sur leur lancée à représenter jusqu'à 15 % de la capitalisation boursière mondiale. Un développement plus important suppose non seulement un effet de rattrapage, mais en plus un essor mondial qui affecte également les pays développés. Dans ces conditions toute augmentation de la capitalisation des pays émergents correspond dans les pays développés à une augmentation portée par leur poids prépondérant. Pour cette raison, le seuil de 19 % apparaît comme une limite haute. La valeur la plus probable se situerait autour de 15 %, ce qui resterait inférieur à la part des pays émergents dans le PIB total (environ 25 %), mais avec un écart moins important qu'aujourd'hui.

ANNEXE I

SOURCES ET LECTURES DES DONNÉES

53

Par souci d'homogénéité, les données utilisées sont celles de la Banque Mondiale, chaque fois qu'elles sont disponibles.

Pour l'année 1992, on dispose des chiffres de capitalisation boursière pour 47 pays émergents et 22 pays développés ainsi que leur PIB sauf pour Taiwan. Avec le Koweït, la couverture est donc de 70 pays.

Les sommes annoncées comme « totaux », sans indications particulières, prennent en compte ces 70 pays.

Les sommes et pourcentages annoncées comme « total mondial » et « pourcentage mondial » agrègent les données de ces 70 pays et ceux de tous les autres pays en voie de développements ne possédant pas encore de marché financier.

L'incertitude majeure sur les sources utilisées résulte du peu de données fiables dont on dispose sur les pays de l'ex-Union Soviétique. En 1992 ils représentent 12,6 % des PIB de pays émergents et 2,7 % des PIB mondiaux⁹. Compte tenu de ces ordres de grandeurs ainsi que des perspectives médiocres dans ces pays, comparées à celles de la moyenne des autres pays, leur non prise en compte n'introduit pas une incertitude minimale de

⁹ Ces chiffres sont eux-mêmes très incertains.

plus de 1 % sur la capitalisation (ce qui est acceptable au vu de la précision des prévisions).

ANNEXE II
TABLEAUX DÉTAILLÉS
SITUATION 1992 ET ESTIMATION DU PIB POUR 2000

Sources :

— Capitalisation boursière : « Emerging Stock Markets Factbook, 1994 », International Finance Corporation.

— PIB : « Rapport sur le développement dans le monde, 1994 » Banque Mondiale

sauf* Koweït : estimation de la capitalisation, donnée manquante sur 1992

Luxembourg : PIB repris des statistiques du rapport annuel FIBV 1993

Taïwan : estimation du PIB 1992 à partir du PIB 1991 donné par les statistiques du rapport annuel FIBV 1992

54

Pays émergents par zone, 1992

Amérique Latine	PIB 1992 (millions \$)	Capitalisation boursière 1992 (millions \$)	Taux de capit. en %	PIB 2000 (estimation en millions \$ de 1992)
Equateur	12 681	101	0,80	16 697,52
Uruguay	11 405	368	3,23	15 017,36
Panama	6 001	241	4,02	7 901,73
Costa-Rica	6 530	477	7,30	8 598,28
Argentine	228 779	18 633	8,14	301 241,36
Colombie	48 583	5 681	11,69	63 970,95
Pérou	22 100	2 630	11,90	29 099,85
Vénézuela	61 137	7 600	12,43	80 501,24
Brésil	360 405	45 261	12,56	474 557,95
Mexique	329 011	139 061	42,27	433 220,36
Barbade	non disponible	258		
Total Am. latine	1 127 845	249 955	22,14	1 485 060,03

PART DES PAYS ÉMERGENTS DANS LA CAPITALISATION BOURSIÈRE MONDIALE EN 2000

Asie				
Chine	506 075	18 255	3,61	802 049,58
Indonésie	126 364	12 038	9,53	200 267,14
Sri Lanka	8 769	1 439	16,41	13 897,49
Pakistan	41 904	8 028	19,16	66 411,27
Philippines	52 462	13 794	26,29	83 144,05
Inde	214 598	65 119	30,34	340 104,20
Corée	296 136	107 448	36,28	500 305,16
Thaïlande	110 337	58 259	52,80	186 408,17
Malaisie	57 568	94 004	163,29	91 236,26
Taiwan *	204 979	101 124	49,33	346 300
Total Asie	1 619 192	479 508	29,61	2 630 124,48

Proche-Orient				
Turquie	99 823	9 931	9,96	134 482,41
Oman	11 520	1 545	13,41	15 539,61
Iran	110 258	29 765	27,00	148 729,75
Jordanie	4 091	3 365	82,25	5 518,45
Total Proche-Orient	225 565	44 606	19,78	304 270,23

55

Autres				
Pologne	83 823	222	0,26	90 523,34
Hongrie	35 218	562	1,60	38 033,13
Trinité et Tobago	5 388	514	9,54	7 094,57
Portugal	79 547	9 213	11,58	97 679,33
Grèce	67 278	9 489	14,10	82 613,68
Maurice	2 566	377	14,69	4 066,71
Jamaïque	3 294	3 227	97,97	4 337,33
Chypre	non disponible	1 183		0,00
Total autres	277 114	24 787	8,94	324 348,08

Pays développés, 1992

Amérique Latine	PIB 1992 (millions \$)	Capitalisation boursière 1992 (millions \$)	Taux de capit. en %	PIB 2000 (estimation en millions \$ de 1992)
Italie	1 222 962	129 191	10,56	1 517 839,98
Autriche	185 235	21 750	11,74	226 130,80
Finlande	93 869	12 202	13,00	114 593,20
Norvège	112 906	17 821	15,78	138 642,35
Espagne	574 844	98 969	17,22	705 876,77
Allemagne	1 789 261	348 138	19,46	2 275 367,37
Danemark	123 546	32 635	26,42	151 707,68
France	1 319 883	350 858	26,58	1 595 640,64
Belgique	218 836	64 172	29,32	268 718,55
Suède	220 834	76 622	34,70	271 171,99
Nouvelle-Zélande	41 304	15 348	37,16	49 738,04
Pays-Bas	320 290	134 594	42,02	393 298,48
Israël	69 762	29 634	42,48	84 007,00
Australie	294 760	135 451	45,95	354 948,30
Koweït *	21 703	10 000	46,08	29 275,72
Canada	493 602	243 018	49,23	594 392,70
Japon	3 670 979	2 399 004	65,35	4 833 978,32
Etats-Unis	5 920 199	4 497 833	75,97	6 997 740,09
Suisse	241 406	195 285	80,89	294 703,12
Luxembourg *	13 700	11 936	87,12	16 724,66
Royaume-Uni	903 126	927 129	102,66	1 041 670,99
Singapour	46 025	48 818	106,07	77 756,65
Hong-Kong	77 828	172 106	221,14	131 486,04
Total pays dev.	17 976 860	9 972 514	55,47	22 165 409,44

Total pays émergents	3 515 590	956 858,00	27	5 111 663
Total pays développés	17 976 860	9 972 514	55	22 165 409
Total	21 492 450	10 929 372	51	27 277 072
Part des pays émergents (% du total des pays ci-dessus)	16,36	8,75		18,74

PART DES PAYS ÉMERGENTS DANS LA CAPITALISATION BOURSIÈRE MONDIALE EN 2000

	PIB 1992 (millions \$)	Capitalisation boursière 1992 (millions \$)	Taux de capit. en %	PIB 2000 (estimation en millions \$ de 1992)
Autres pays émergents non pris en compte	1 568 111		0	2 316 814
Total tous pays émergents	5 083 700			7 442 477
Total mondial	23 060 560			29 593 885
Part des pays émergents (% du total des pays ci-dessus)	22,04			25,15

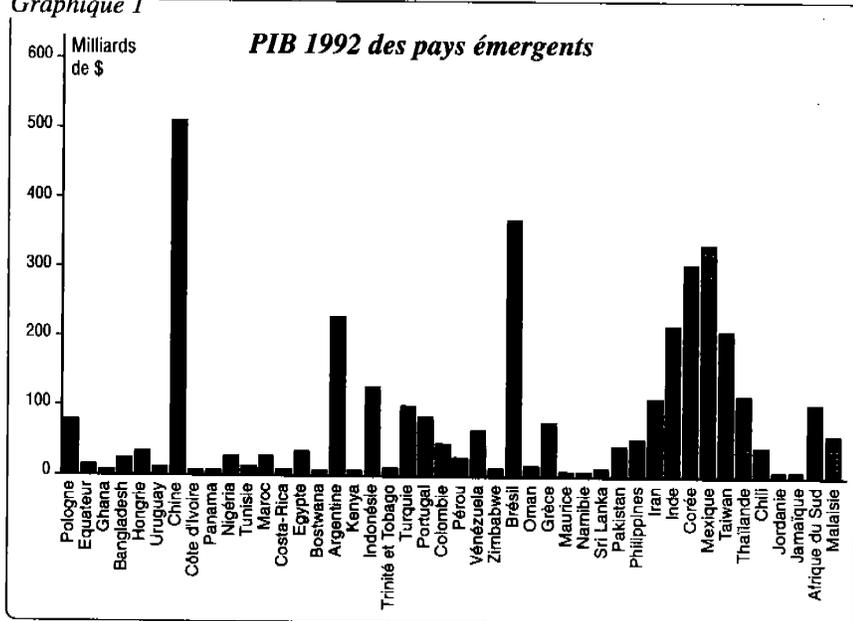
ANNEXE III

GRAPHIQUES PAR TAUX DE CAPITALISATION CROISSANT

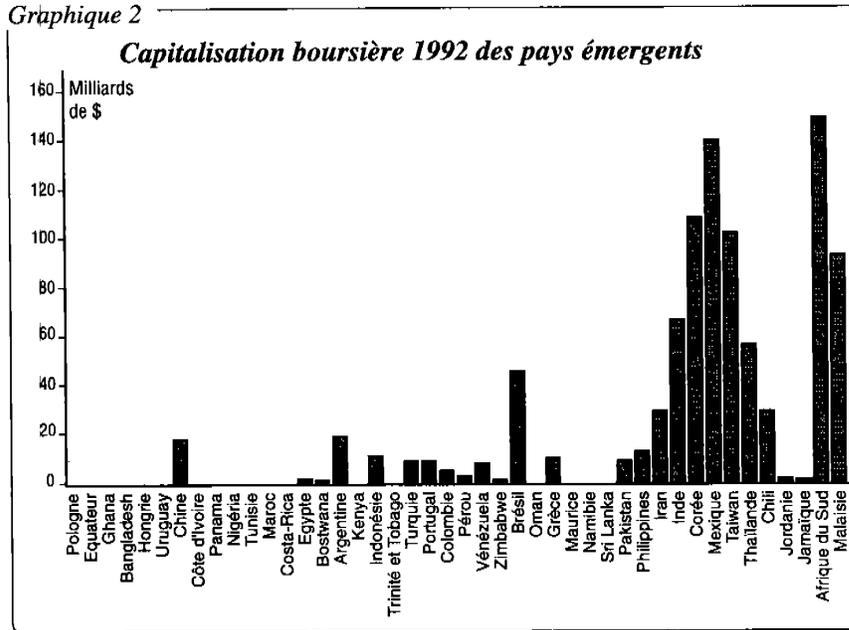
Graphiques par taux de capitalisation croissant

57

Graphique 1

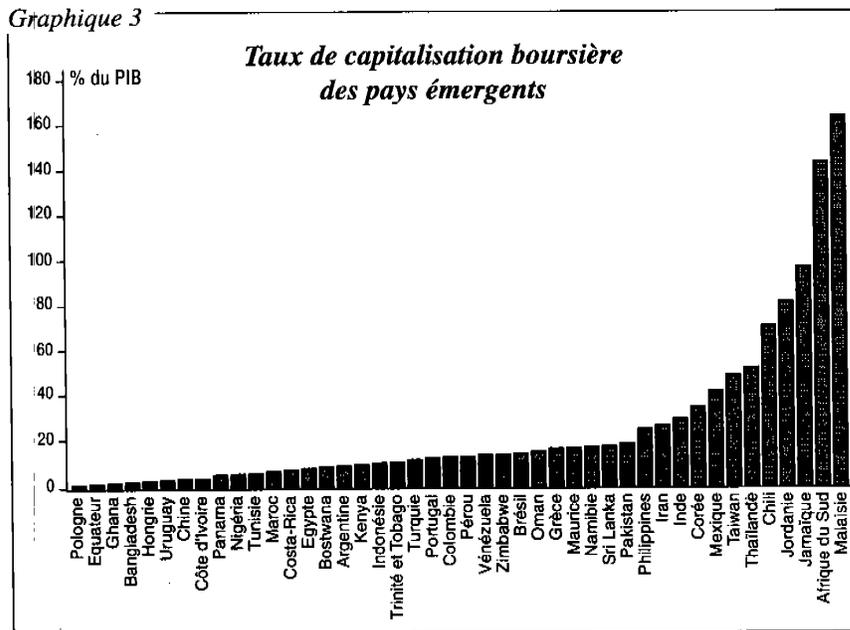


Graphique 2

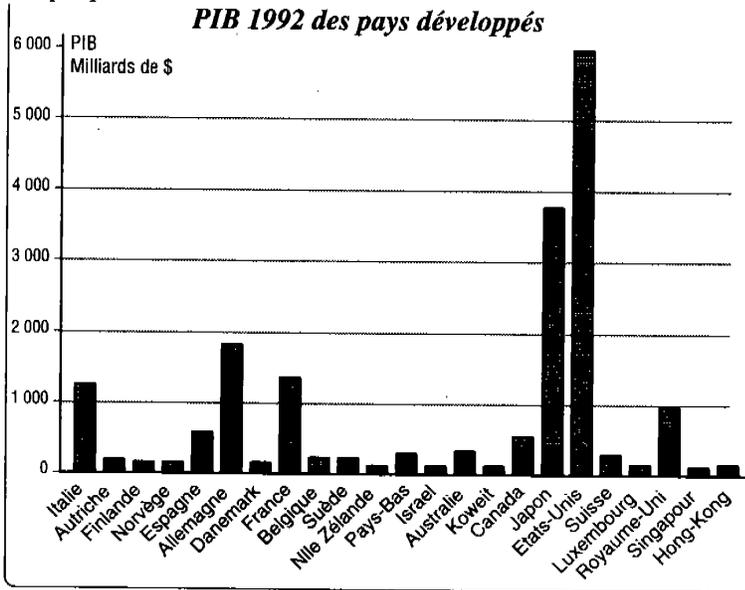


58

Graphique 3

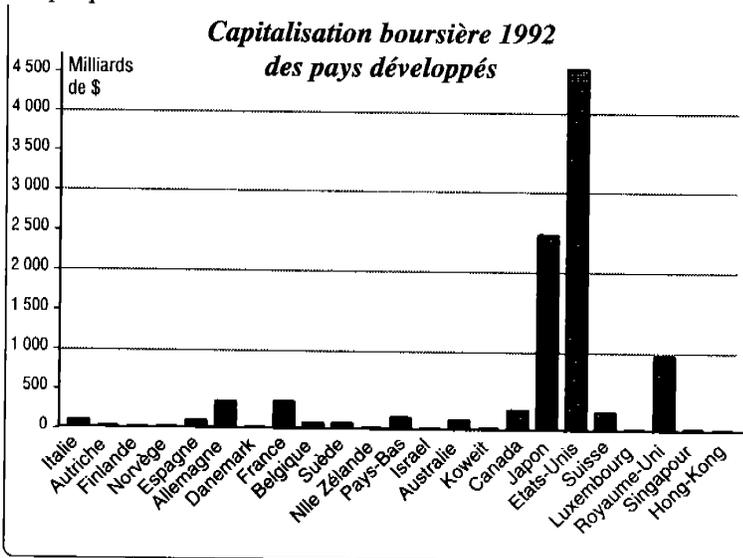


Graphique 4

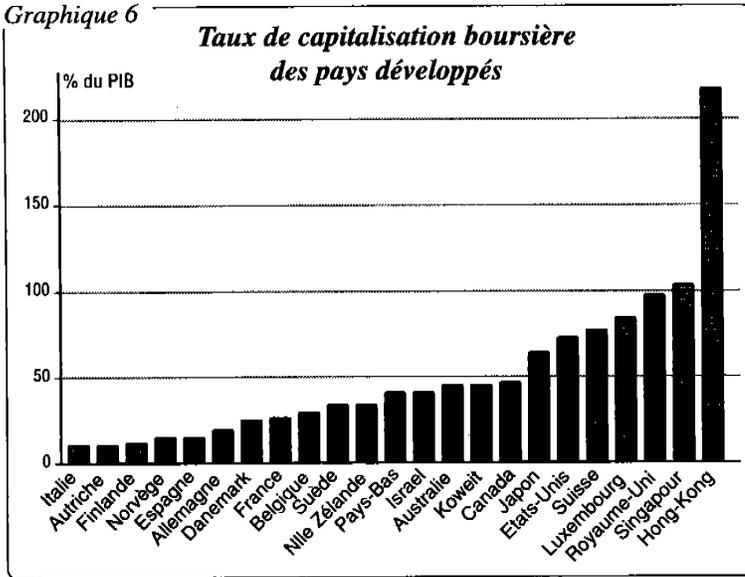


59

Graphique 5

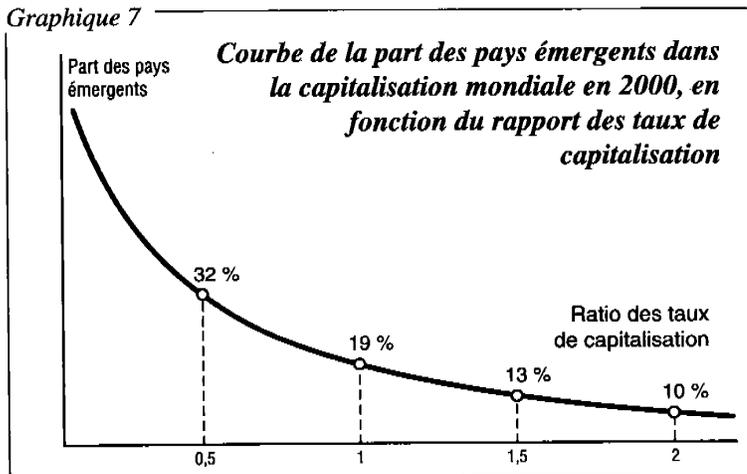


Graphique 6



60

Graphique 7



ANNEXE IV
SIMULATIONS*Scénario 1 : Evolution à taux constants*

	Estimation du PIB 2000 (en \$ de 1992)	Estimation de la capitalisation boursière 2000 (en \$ de 1992)	Taux de capitalisation boursière en %
Amérique latine	1 485 060,03	328 784,83	22
Asie sans NPI	1 505 873,73	188 078,11	12
NPI d'Asie	1 124 249,59	599 764,08	53
Afr. sans Afr. Sud	214 854,49	12 085,56	6
Afrique du Sud	153 006,76	219 848,32	144
Proche-Orient	304 270,23	60 170,14	20
Autres	324 348,08	29 335,09	9
Total PVD	5 111 663	1 438 066	28
Pdev	22 165 409	12 284 808	55
Total	27 277 072	13 722 874	50
Part Pvd	18,7397784	10	

61

Scénario 2 : Evolution modérée

	Estimation de la capitalisation boursière 2000 (en \$ de 1992)	Taux de capitalisation boursière en %
Amérique latine	445 518,01	30
Asie sans NPI	301 174,75	20
NPI d'Asie	674 549,75	60
Afr. sans Afr. Sud	21 485,45	10
Afrique du Sud	219 848,32	144
Proche-Orient	60 854,45	20
Autres	48 225,67	15
Total PVD	1 771 656	35
Pdev	12 284 808	55
Total	14 056 464	52
Part Pvd	13	

Scénario 3 : Evolution conjointe

	Estimation de la capitalisation boursière 2000 (en \$ de 1992)	Taux de capitalisation boursière en %
Amérique latine	594 024,01	40
Asie sans NPI	376 468,43	25
NPI d'Asie	786 974,71	70
Afr. sans Afr. Sud	21 485,45	10
Afrique du Sud	229 510,14	150
Proche-Orient	76 067,56	25
Autres	79 517,29	42
Total PVD	2 164 048	57
Pdev	12 677 811	54
Total	14 841 859	
Part Pvd	15	

ANNEXE V
ÉVOLUTION DU RAPPORT DES TAUX DE CAPITALISATION

La part des pays émergents, en % est donnée par :

$$\% \text{ Pays émergents 2000} = 100 * \frac{\text{Taux Capit Pays émerg.} * \text{PIB 2000 Pays émerg.}}{\text{Taux Capit Pays dév.} * \text{PIB 2000 Pays dév.} + \text{Taux Capit Pays émerg.} * \text{PIB 2000 Pays émerg.}}$$

$$\% \text{ Pays émergents 2000} = 100 * \frac{1}{1 + \frac{\text{PIB 2000 Pays dév.}}{\text{PIB 2000 Pays émerg.}} * \frac{\text{Taux Capit Pays dév.}}{\text{Taux Capit Pays émerg.}}}$$

$$\% \text{ Pays émergents 2000} = 100 * \frac{1}{1 + \frac{25\,165\,409}{5\,111\,663} * \frac{\text{Taux Capit Pays dév.}}{\text{Taux Capit Pays émerg.}}}$$

$$\% \text{ Pays émergents 2000} = 100 * \frac{1}{1 + 4,336 * \left(\frac{\text{Taux Capit Pays dév.}}{\text{Taux Capit Pays émerg.}} \right)}$$