

# **Recherche et création d'un modèle sur les marchés émergents**

Essai réalisé dans le cadre de  
l'intervention en milieu de travail  
M.Sc. Finance

**En collaboration avec :**



Par  
**Charles Perreault**

Présenté à  
M. Pierre Bouvier  
et  
M. Robert Blais

Université de Sherbrooke  
Le 7 décembre 1999

## Table des matières

<b>SOMMAIRE EXÉCUTIF .....</b>	<b>4</b>
<b>CHAPITRE 1 - INTRODUCTION .....</b>	<b>6</b>
1.1 MISE EN CONTEXTE .....	6
1.2 BUT ET DESCRIPTION DU MANDAT .....	6
1.3 DÉFINITION D'UN PAYS ÉMERGENT .....	7
1.4 L'EFFET DE DIVERSIFICATION .....	8
1.5 STRUCTURE DE L'ÉTUDE .....	9
<b>CHAPITRE 2 - REVUE DE LA LITTÉRATURE ET DES ANALYSES DE MARCHÉS .....</b>	<b>11</b>
2.1 INTRODUCTION .....	11
2.2 REVUE DE LA LITTÉRATURE .....	11
2.2.1 <i>Political risk in emerging and developed markets (1996)</i> .....	11
2.2.2 <i>Political risk, Economic risk and Financial risk (1996)</i> .....	14
2.2.3 <i>Guide to Evaluating Sovereign Credits (1992)</i> .....	16
2.2.4 <i>Demographics and International Investments (1997)</i> .....	18
2.3 APPLICATION AU MARCHÉ .....	22
2.3.1 <i>Le modèle de JP Morgan</i> .....	22
2.3.2 <i>Le modèle de Goldman Sachs</i> .....	23
2.3.3 <i>Warburg Dillon Read</i> .....	26
2.3.4 <i>L'indice d'aversion pour le risque de Chase</i> .....	27
2.3.5 <i>L'étude de Goldman Sachs à propos du bogue de l'an 2000</i> .....	29
2.3.6 <i>Facteurs peu couramment invoqués</i> .....	31
2.3.7 <i>Autres points pertinents</i> .....	32
<b>CHAPITRE 3 - DÉTERMINATION DES FACTEURS DE L'OUTIL D'AIDE À LA DÉCISION</b>	<b>34</b>
3.1 FACTEURS COMMUNS RETENUS .....	34
3.1.1 <i>Facteurs politiques et sociaux</i> .....	35
3.1.2 <i>Facteurs économiques</i> .....	39
3.1.3 <i>Facteurs globaux, financiers et de marchés</i> .....	43
3.2 FACTEURS PARTICULIERS À CHACUN DES PAYS .....	47
3.2.1 <i>Facteurs propres à l'Argentine</i> .....	48
3.2.2 <i>Facteurs propres au Brésil</i> .....	49
3.2.3 <i>Facteurs propres au Mexique</i> .....	49
3.2.4 <i>Facteurs propres à la Corée du Sud</i> .....	51
3.2.5 <i>Facteurs propres à la Russie</i> .....	53
3.2.6 <i>Facteurs propres au Venezuela</i> .....	54
3.2.7 <i>Impact de l'économie américaine</i> .....	54
3.2.8 <i>Impact de l'économie japonaise</i> .....	55
<b>CHAPITRE 4 - ÉVALUATION DE CHAQUE PAYS .....</b>	<b>57</b>
4.1 ARGENTINE .....	57
4.1.1 <i>Facteurs politiques et sociaux</i> .....	57
4.1.2 <i>Facteurs économiques</i> .....	59
4.1.3 <i>Facteurs globaux, financiers et de marché</i> .....	60
4.2 BRÉSIL .....	61
4.2.1 <i>La crise</i> .....	61
4.2.2 <i>Facteurs politiques et sociaux</i> .....	62
4.2.3 <i>Facteurs économiques</i> .....	63
4.1.4 <i>Facteurs globaux, financiers et de marché</i> .....	65
4.3 MEXIQUE .....	66
4.3.1 <i>Facteurs politiques et sociaux</i> .....	66
4.3.2 <i>Facteurs économiques</i> .....	67
4.3.3 <i>Facteurs globaux, financiers et de marché</i> .....	68
4.4 CORÉE DU SUD .....	69
4.4.1 <i>Facteurs politiques et sociaux</i> .....	69
4.4.2 <i>Facteurs économiques</i> .....	70
4.4.3 <i>Facteurs globaux, financiers et de marché</i> .....	72
4.5 RUSSIE .....	73
4.5.1 <i>Facteurs politiques et sociaux</i> .....	73

4.5.2	<i>Facteurs économiques</i>	75
4.5.3	<i>Facteurs globaux, financiers et de marché</i>	76
4.6	VENEZUELA	78
4.6.1	<i>Facteurs politiques et sociaux</i>	78
4.6.2	<i>Facteurs économiques</i>	80
4.6.3	<i>Facteurs globaux, financiers et de marché</i>	81
<b>CHAPITRE 5 - CONCLUSION</b>		<b>83</b>
5.1	RÉSULTATS DE L'ÉTUDE	83
5.2	LIMITES DE L'OUTIL	84
<b>BIBLIOGRAPHIE</b>		<b>86</b>

## Sommaire exécutif

Le but principal de l'intervention consiste à déterminer les variables critiques à analyser avant d'investir sur le marché obligataire d'un pays émergent. Voici les principaux facteurs critiques que nous avons retrouvés à l'intérieur de notre revue de la littérature :

Critères	Diamond Lew et Stevens	(96) Erb, Harvey Viskanta	Der Hov- nessian	(97) Erb, Harvey Viskanta	JP Morgan	Goldman Sachs	Choisi pour l'essai
Attentes économiques versus la réalité	✓						✓
Croissance économique (PIB)	✓	✓	✓		✓		✓
Variation de la croissance (PIB)					✓		✓
Leadership politique	✓	✓	✓			✓	✓
Force et stabilité du système politique		✓	✓				✓
Élections futures ou récentes						✓	✓
Conflit extérieur ou guerre civile	✓					✓	✓
Corruption du gouvernement	✓						✓
La loi et l'ordre civique	✓						
Conflits (raciaux, langues) et terrorisme	✓		✓				✓
Développement de partis politiques	✓		✓				
Qualité de la bureaucratie	✓						
Défaut ou dette en restructuration		✓					✓
Délai dans les paiements aux fournisseurs de crédit		✓					
Bris de contrats par le gouvernement		✓					
Contrôle de la monnaie		✓	✓				✓
Expropriation d'investissements privés		✓					
Taux de chômage			✓				✓
Inflation		✓	✓		✓		✓
Service de la dette / exportations		✓					
Liquidité des marchés émergents		✓				✓	✓
Taux de changes		✓			✓	✓	✓
Ratio réserves / compte courant		✓					
Balance commerciale		✓					
Investissements directs de pays étrangers		✓					✓
Investissements financiers des pays étrangers		✓					
Politique fiscale		✓					✓
Politique monétaire			✓				✓
Accès au marché des capitaux		✓					
L'intégration aux accords internationaux		✓					
Dette extérieure / entrées du compte courant			✓				
Service de la dette / entrées du compte courant			✓				
Balance du compte courant / PIB			✓				
Réserves de devises / importations mensuelles			✓		✓		✓
Balance budgétaire / PIB			✓				✓
Richesses naturelles			✓		✓		✓
Diversification économique			✓				✓
Compétitivité en contexte international			✓				
Composition des exportations et des importations			✓				✓
Dette extérieure / PIB			✓				
Composition de la dette extérieure par prêteur			✓		✓	✓	✓
Variation de l'âge moyen			✓				
Variation de l'espérance de vie				✓			✓
PIB par habitant				✓			✓
Croissance du crédit domestique réel					✓		✓
Paievements d'intérêts / exportations					✓		
Dette à court terme / réserves					✓		
M2 / les réserves					✓		
Rendement des marchés boursiers internationaux					✓	✓	
Boom de crédit						✓	
Croissance des exportations						✓	
Corrélation						✓	✓

De plus, d'autres facteurs ont été identifiés lors de diverses lectures et au cours de discussions avec des gestionnaires œuvrant sur le marché obligataire international :

- La force du système bancaire ;
- Le ratio de la dette à court terme (1 an) / dette totale ;
- L'aversion pour le risque (selon le modèle de *Chase*) ;
- La variation de l'aversion pour le risque (Modèle de *Chase*) ;
- Le pays est-il propice aux catastrophes naturelles ?
- Le pays est-il prêt à affronter le bogue de l'an 2000 ?

Ensuite, nous avons établi certains facteurs propres à chacun des pays. Comme l'étude de l'ensemble des pays est virtuellement impossible et comme tous les pays émergents n'ont pas de marchés obligataires développés, nous avons décidé d'analyser les six pays les plus importants de l'indice « *EMBI global* » de *JP Morgan* soit : l'Argentine, le Brésil, le Mexique, la Corée du Sud, la Russie et le Venezuela. Voici maintenant un tableau illustrant les facteurs particuliers à chacun de ces pays :

Facteurs	Argentine	Brésil	Mexique	Corée du Sud	Russie	Venezuela
État de l'économie américaine	✓	✓	✓	✓		✓
État de l'économie japonaise				✓		
État de l'économie brésilienne	✓					
Prix du pétrole	✓	✓	✓		✓	✓
Conflit au Chipias			✓			
Diversification des revenus du gouvernement			✓			
Situation de la compagnie Daewoo				✓		
Force du secteur de l'électronique				✓		
Prix des principaux métaux					✓	
Possibilité de chocs externes	✓					

Finalement, voici les résultats finaux de l'outil d'aide à la décision et ce, pour chacun des pays mentionnés antérieurement :

	Argentine	Brésil	Mexique	Russie	Corée du sud	Venezuela
Nombre de facteurs :						
Positifs	19	15	17	15	23	14
Négatifs	8	8	7	9	3	8
Indiquant d'éviter le pays	0	0	0	3	0	0
Verdict :	Au jugement	Au jugement	Au jugement	Pas de position	Au jugement	Au jugement

Comme vous pouvez le remarquer, le seul pays où le modèle indique de ne pas prendre de position, c'est la Russie. Par contre, ce n'est pas parce que certaines nations ont plus de points positifs qu'il faut absolument y investir. Cela dépendra de l'importance accordée par l'utilisateur aux points négatifs. Le modèle lui laisse donc la chance d'employer son propre jugement. Il peut toutefois cibler un pays comme la Corée du Sud, où l'analyse nous indique que le moment semble propice à l'investissement.

# Chapitre 1 - Introduction

## 1.1 MISE EN CONTEXTE

Pour plusieurs investisseurs professionnels, le rendement offert par les placements à long terme effectués à l'intérieur des pays émergents n'est pas suffisant pour compenser le risque encouru lors de tels investissements. Par contre, la plupart des experts s'accordent pour dire que les marchés émergents ne sont pas efficaces et donc, qu'on y retrouve certaines possibilités d'investissements à court terme très intéressantes. Ainsi, la création d'un outil d'aide à la décision, qui permettrait l'amélioration de la prise de positions dans de tels marchés serait très pertinente pour une firme comme la *Caisse de Dépôt et Placement du Québec*.

## 1.2 BUT ET DESCRIPTION DU MANDAT

Le but principal de l'intervention consiste à déterminer les variables critiques à analyser avant d'entreprendre un investissement sur le marché obligataire d'un pays émergent. En plus d'établir les facteurs communs à tous les pays, nous allons également définir les facteurs propres à chacun d'eux. Comme l'étude de l'ensemble des pays est virtuellement impossible et comme tous les pays émergents n'ont pas de marchés obligataires développés, nous avons décidé d'analyser les six pays les plus importants de l'indice « *EMBI global* » de *JP Morgan*. Celui-ci estime le rendement total, en dollar américain, de la dette émise par 27 pays émergents. L'indice inclut les obligations « *Brady* », le papier commercial, les obligations en devises étrangères et les obligations domestiques. L'analyse portera donc sur les pays suivants : l'Argentine, le Brésil, le Mexique, la Corée du Sud, la Russie et le Venezuela.

Plus précisément, l'objectif est de créer un modèle ou un filtre nous permettant d'identifier les cas extrêmes, c'est-à-dire les pays dont les principaux facteurs font en sorte qu'il nous semble inopportun d'y investir. Le but de l'intervention n'est

cependant pas de créer une boîte noire qui nous coterait chacun des pays, mais plutôt de rassembler les données les plus pertinentes selon notre étude, pour ainsi permettre à l'analyste ou le négociateur de prendre une décision plus éclairée. Le modèle laissera donc la chance à l'utilisateur d'employer son propre jugement.

Il est important de préciser que les variables analysées seront à la fois de nature quantitative et qualitative. Cette analyse fondamentale des pays émergents comprendra donc certains facteurs économiques, financiers, politiques et démographiques. Finalement, le portrait actuel de la situation à l'intérieur des six pays émergents choisis sera dressé.

### **1.3 DÉFINITION D'UN PAYS ÉMERGENT**

Dans cette étude, nous allons à maintes reprises utiliser le terme « marché émergent ». Il est donc important, à ce point-ci, de préciser ce que nous attendons par cette expression. Dans le cadre de notre étude, un marché sera considéré comme émergent s'il rencontre l'une ou plusieurs des caractéristiques suivantes :

- Information difficilement accessible et plus ou moins fiable ;
- Forte volatilité;
- Haut risque de devise;
- Risque politique;
- Concentration de la richesse;
- Accès au marché limité et contrôle des capitaux;
- Haut risque opérationnel (compensation, réglementation);
- Faible liquidité et faible profondeur;
- Marché non efficient;
- Important risque de crédit;
- Forte inflation.

Cette liste n'est pas exhaustive, mais elle comporte les principaux éléments reconnus par plusieurs professionnels du milieu financier. C'est donc à partir de ces différences des marchés émergents que nous allons développer notre modèle d'aide à la décision.

Finalement, il faut absolument préciser qu'une autre caractéristique des pays émergents est que la valeur totale des obligations émises par ce type de pays ne constitue qu'une infime partie du marché obligataire mondial. D'ailleurs, c'est un fragment beaucoup plus petit que le secteur des obligations corporatives américaines.

#### **1.4 L'EFFET DE DIVERSIFICATION**

Avant d'entrer dans le vif du sujet, il serait important de traiter d'un principe fondamental en finance, soit celui de la diversification. Le tout débuta vers la fin des années 1950 avec *M. Harry Markowitz*. Ce dernier démontra que, contrairement au rendement, le risque n'est pas additif. Cela est principalement dû à la corrélation imparfaite entre les titres. Par le fait même, il a également prouvé que les gestionnaires ne doivent pas tenir compte du risque de chacun des titres, mais plutôt de l'impact relatif de l'ajout d'un titre en particulier sur l'ensemble du portefeuille. Donc, le calcul de la variance d'un portefeuille nous démontre que grâce à la corrélation imparfaite, il est avantageux d'investir dans plusieurs titres différents. Les théoriciens ont tenté de déterminer le nombre optimum de titres à détenir dans un portefeuille et on peut affirmer sans trop se tromper que ce nombre se situe entre 20 et 30.

D'ailleurs, plusieurs recherches démontrent que les pays émergents, en particulier les pays asiatiques, ont une corrélation plus faible avec le marché américain. Par exemple, selon les firmes *Standard & Poor's et Bernstein*, la corrélation entre le Japon et les États-Unis était de 0,34 entre 1993 et 1998 et de 0,35 dans la période de 1970 à 1992. De leur côté, *Erb, Campbell et Viskanta* ont démontré qu'entre janvier 1991 et juillet 1997, la corrélation entre l'indice « *Emerging Market Bond Index (EMBI)* » de *JP Morgan* et d'autres indices d'obligations et d'actions américaines se situait entre 0,35 et



0,50. Par contre, cette corrélation change dramatiquement après juillet 1997. En effet, la corrélation entre le *EMBI* et le *S&P 500* augmente à 0,80 tandis qu'avec les indices d'obligations américaines, la corrélation est négative. Donc, leur étude démontra que la corrélation est instable dans le temps. Ensuite, ils prouvèrent également, à l'aide d'une série de données allant de janvier 1991 jusqu'à septembre 1998, que les obligations des pays en émergence offrent de meilleurs rendements que les obligations corporatives à rendements élevés. C'est donc la possibilité d'un rendement supérieur, jumelé à un risque de portefeuille global similaire ou plus faible qui explique la récente popularité des pays émergents auprès des gestionnaires de fonds.

Évidemment, la diversification est un élément important dans la décision d'investir à l'étranger. Par contre, notre mandat n'est pas d'évaluer s'il est pertinent et profitable d'investir à l'international. C'est plutôt, une fois que la décision d'investir une fraction du portefeuille dans les pays émergents est adoptée, de déterminer les facteurs à considérer et ce, dans le but d'établir dans quels pays investir.

## **1.5 STRUCTURE DE L'ÉTUDE**

Dans un premier temps, une revue de la littérature portant sur les pays émergents en général a été effectuée et suivie d'une lecture des rapports touchant plus spécifiquement chacun des pays que nous voulions évaluer, afin de découvrir certains facteurs particuliers à chacun de ceux-ci.

Dans un deuxième temps, une revue des recherches ou modèles similaires disponibles fut effectuée et ce, à l'aide d'informations provenant de sites Internet fiables et de rapports distribués par certains courtiers, organisations mondiales et importantes agences de crédit. Finalement, certaines autres sources comme *l'AIMR* et le *Journal of Finance* furent également fort utiles.

Ensuite, à l'aide de l'information recueillie lors des deux étapes précédentes, l'identification de variables critiques à évaluer pour l'ensemble des pays émergents (facteurs globaux) a été réalisée. Nous avons sélectionné les facteurs qui revenaient le plus souvent lors de notre revue de la littérature, ainsi que les facteurs qui selon nous, renfermaient le plus d'information. Cela fut suivi par la détermination des facteurs propres à chacun des pays. Pour conclure, nous avons analysé la situation actuelle à l'intérieur des six pays émergents visés par l'étude et ce, à l'aide des variables établies lors de notre recherche.

# Chapitre 2 - Revue de la littérature et des analyses de marchés

## 2.1 INTRODUCTION

Un investissement dans les pays émergents n'est pas confronté aux mêmes risques qu'un investissement à l'intérieur d'un pays développé. D'ailleurs, pour un gestionnaire de portefeuille, il est très important de connaître et de comprendre les différences entre ces deux types de marchés s'il veut profiter du plein potentiel des marchés en développement. La première étape, la revue de la littérature, aura donc comme objectif de mettre en évidence les principaux facteurs observés par les chercheurs s'étant penchés sur le sujet.

## 2.2 REVUE DE LA LITTÉRATURE

### 2.2.1 *Political risk in emerging and developed markets (1996)*

*par : Diamonte, Liew et Stevens*

Cet article traite de l'importance du risque politique à la fois pour les pays émergents et développés. Pour quantifier ce genre de risque, les auteurs ont utilisé la méthode de la firme « *Political Risk Services* », publiée dans un rapport intitulé « *The International Country Risk Guide (ICRG)* ». Ainsi, ils débutent l'analyse du risque politique en le fragmentant en 13 sous-groupes, pour ensuite leur attribuer un poids respectif. Le nombre total de points est de cent et une importance de 50% (50 points) est accordée au risque politique. Les facteurs choisis par cette institution pour évaluer le risque politique sont les suivants :

- **Les attentes économiques versus la réalité** (12 pts) : mesure la différence perçue entre les aspirations de la population à l'obtention d'un meilleur niveau de vie et l'habileté du gouvernement à répondre à ces attentes.

- **L'échec dans la planification économique** (12 pts) : évalue le support offert aux entreprises par le gouvernement ainsi que l'habileté de ce dernier à adopter des stratégies économiques pertinentes et efficaces.
  
- **Le leadership politique** (12 pts) : mesure la viabilité du gouvernement actuel et la stabilité du régime, en plus d'évaluer la continuité des politiques et stratégies mises en place et ce, en cas de décès ou de remplacement du principal leader.
  
- **Conflit extérieur** (10 pts) : en établissant la probabilité d'invasion externe, de conflit géographique ou d'une guerre.
  
- **La présence de corruption à l'intérieur du gouvernement** (6 pts) : en regardant depuis quand le gouvernement est au pouvoir et le nombre de fonctionnaires qui sont élus, en plus d'évaluer la fréquence de situation connue de corruption.
  
- **L'influence militaire sur le gouvernement** (6 pts) : mesure le degré de contrôle de l'armée sur le gouvernement.
  
- **La loi et l'ordre civil** (6 pts) : reflète le degré auquel les citoyens d'un pays sont prêts à respecter les lois et règlements. En plus, ce facteur tient compte de la force du système judiciaire et des ressources disponibles en cas de changement de pouvoir.
  
- **Conflits raciaux et de nationalité** (6 pts) : mesure le degré de tension entre les différentes races, nationalités et langues.

- **L'influence des groupes religieux sur le gouvernement** (6 pts) : reflète le degré d'influence du pouvoir ecclésiastique sur le gouvernement.
- **Le terrorisme** (6 pts) : évalue le risque d'actes terroristes tels des attaques armées, des activités de rébellion et des tentatives d'assassinats.
- **Le risque de guerre civile** (6 pts) : mesure la probabilité que l'opposition envers un gouvernement ou ses politiques se transforme en un violent conflit interne.
- **Le développement de partis politiques** (6 pts) : mesure l'impact de l'apparition d'un nouveau parti politique sur les stratégies économiques et sociales actuelles et futures.
- **La qualité de la bureaucratie** (6 pts) : mesure la force institutionnelle d'un pays, la qualité de sa bureaucratie et l'expertise à gouverner sans changement drastique ou d'interruption dans les services gouvernementaux.

Comme le démontre leur étude, les auteurs ont pu constater que les pays émergents font face à un risque politique supérieur aux pays développés. Par contre, ceux-ci ont découvert que l'écart entre les deux s'amenuise tranquillement. Selon eux, les pays émergents sont politiquement moins risqués qu'auparavant, tandis que les pays développés sont de plus en plus risqués. Par exemple, le Chili est moins risqué que par le passé, en raison du leadership de ses dirigeants et de la consistance de leur réforme de libre marché. Les Philippines ont également diminué leur risque politique par le renforcement de son leadership politique.

Finalement, les données fournies par leur recherche confirment ce que tous les experts savaient déjà, c'est-à-dire que les rendements des pays émergents sont beaucoup plus volatiles et que ceux-ci produisent beaucoup plus de valeurs extrêmes que les pays

développés. Cela implique donc que les pays émergents sont plus risqués, puisque la variance ou l'écart type du rendement offert est supérieur.

### **2.2.2 Political risk, Economic risk and Financial risk (1996)**

*par : Erb, Harvey and Viskanta*

Cet article a pour but de déterminer la valeur ou le contenu de cinq mesures de risque de pays, soit quatre mesures fournies par l'*International Country Risk Guide (ICRG)*, et celle de l'*Institutional Investor Guide*.

L'*ICRG* sépare le risque de pays en trois groupes, soit les facteurs politiques, les facteurs financiers et les facteurs économiques, avec une pondération respective de 50%, 25% et 25% dans l'indice global. Nous avons déjà traité, dans l'article précédent, de la façon dont l'*ICRG* tient compte du risque politique, reste donc à décrire les deux autres sous-groupes. Les facteurs financiers et économiques retenus par l'*ICRG* sont les suivants :

#### **Facteurs financiers :**

- La dette en défaut ou en restructuration (20 pts)
- Délai dans les paiements aux fournisseurs de crédit (20 pts)
- Bris de contrats par le gouvernement (20 pts)
- Pertes attribuées au contrôle de la monnaie (20 pts)
- Expropriation d'investissements privés (20 pts)

#### **Facteurs économiques :**

- Inflation (20 pts)
- Service de la dette en % des exportations de biens et services (20 pts)

- Ratio de liquidité internationale (20 pts)
- Historique de collection en commerce extérieur (20 pts)
- Solde au compte courant en pourcentage des biens et services (20 pts)
- Indicateurs du marché des changes (20 pts)

Examinons maintenant la méthode d'analyse de risque de pays de « *l'Institutional Investor Credit Ratings* ». Pour évaluer le risque, la firme a effectué un sondage auprès de plusieurs banquiers réputés œuvrant sur les marchés internationaux. Elle leur demanda de coter chacun des pays sélectionnés sur une échelle de 0 à 100 et ce, en fonction du risque qu'ils perçoivent pour chacune des nations. L'agence fait ensuite une pondération des réponses des banquiers et ce, en fonction de l'importance relative de chacun de ceux-ci sur les marchés internationaux. La firme a également effectué une enquête pour déterminer avec quelles variables ces banquiers évaluaient le risque de pays. Voici donc la liste des facteurs obtenus à l'aide du sondage, en ordre d'importance :

- Service de la dette
- Situation politique
- Situation économique
- Ratio réserves / compte courant
- Balance commerciale
- Investissements directs des pays étrangers
- Politique fiscale
- Investissements financiers des pays étrangers
- Accès au marché des capitaux

Finalement, les auteurs démontrèrent que *l'ICRG composite* (l'indice global), ainsi que les sous-indices financiers et économiques, contiennent passablement d'information. Par exemple, en basant la gestion d'un portefeuille sur les changements dans l'évaluation du risque (avec *l'ICRG composite*), on peut obtenir un rendement annuel ajusté pour le

risque supérieur à 1 000 points de base. Cependant, leur étude prouve également que des transactions basées uniquement sur la mesure du risque politique ne procurent aucun rendement anormal.

### ***2.2.3 Guide to Evaluating Sovereign Credits (1992)***

*par : Der Hovanessian*

Dans son article, l'auteur présente sa façon d'évaluer la dette d'un pays. Le but de son analyse est de déterminer l'habileté d'un pays à générer des flux de devises étrangères, en plus d'analyser l'intention du gouvernement à rembourser sa dette. Selon l'auteur, le risque d'un pays se répartit en deux catégories : le risque politique et le risque financier.

D'abord, l'analyse du risque politique permet d'évaluer la volonté d'un pays à remplir ses engagements. L'analyse de ce risque est faite de façon subjective. L'auteur retient sept critères à évaluer :

- Le système politique et la structure de décision;
- Les tendances politiques, le nombre de partis et leur poids respectif;
- La durée des mandats et mécanismes de succession;
- L'intégration aux accords internationaux;
- La stabilité religieuse de même que la sécurité régionale;
- Les relations de travail et l'implication politique des syndicats;
- Certains facteurs démographiques comme la distribution des revenus et le niveau de vie des habitants.

On peut constater que madame *Der Hovanessian* combine les facteurs sociaux aux facteurs politiques.



De son côté, le risque économique est séparé en quatre volets différents soit : 1) l'analyse par ratios, 2) l'évaluation des conditions économiques domestiques, 3) l'évaluation des échanges extérieurs et du compte courant et 4) l'analyse de la dette externe. L'auteure débute donc son analyse du risque économique par une revue de certains ratios :

- **Poids des paiements** : Service de la dette / entrées du compte courant
- **Mesure du besoin de financement** : Balance du compte courant / PIB
- **Mesure de liquidité** : Réserves de devises / importations mensuelles
- **Mesure de la discipline fiscale** : Balance budgétaire / PIB

Évidemment, il ne faut pas négliger l'analyse de la tendance et de la comparaison avec les autres pays après avoir analysé leur situation actuelle.

Ensuite, pour évaluer la position stratégique d'un pays, l'auteure vérifie les conditions économiques domestiques. Selon elle, voici les questions auxquelles on doit répondre afin d'effectuer une telle analyse en bonne et due forme :

- Est-ce que le pays est riche en ressources naturelles ?
- Est-ce que le pays possède une bonne diversification économique ?
- Est-ce que le secteur privé occupe une place importante à l'intérieur de l'économie du pays ?
- Est-ce que le développement économique et les perspectives de croissance sont favorables ?
- Est-ce que les politiques fiscales et monétaires sont satisfaisantes ?
- Est-ce que l'inflation et le chômage sont sous contrôle ?
- Est-ce que la devise est convertible et sans contrôle ?

Par après, l'auteure suggère quelques éléments permettant une analyse complète du commerce extérieur et la balance commerciale d'une nation :

- Degré de protectionnisme et la compétitivité en contexte international (présence de barrière tarifaire ou autre règle non favorable au commerce extérieur);
- Diversification des exportations et des importations (par type de produit et par pays);
- Autres sources d'entrées de devises étrangères (compte de service et de transferts);
- Réserves en devises étrangères;
- Ampleur du déficit du compte courant;
- Investissements directs provenant d'étrangers.

Finalement, la dernière étape dans l'analyse du risque économique est celle de l'évaluation de la dette du pays. Voici les principaux points à surveiller :

- Niveau de la dette extérieure totale / entrées au compte courant;
- Composition de la dette extérieure par prêteur, emprunteur, type d'instrument, échéance et devise;
- Obligations du service de la dette relatives aux entrées du compte courant.

#### ***2.2.4 Demographics and International Investments (1997)***

*par : Erb, Harvey and Viskanta*

Selon les auteurs, les facteurs démographiques influencent le prix des actifs financiers. Le sujet commença à susciter de l'intérêt avec l'ouvrage provocateur de *Bakshi et Chen (1994)*. Ces derniers présentèrent deux hypothèses : la première suggère que la demande

pour l'équité augmente avec l'âge moyen de la population d'une nation, ceci étant entre autres relié au fait que les personnes plus jeunes investissent dans des biens comme une maison et une voiture. La deuxième hypothèse propose que l'aversion face au risque augmente avec l'âge.

### *1- Le lien entre l'âge et le rendement*

#### *1.1 L'âge moyen et la performance du marché boursier américain*

L'étude nous montre la corrélation entre chaque catégorie d'âge et le rendement réel de l'équité. Elle couvre les périodes de 1926-95 et de 1970-95. Pour la période entière, la plus forte corrélation se trouve entre 28 et 46 ans. Donc, une augmentation de la population se trouvant dans cet intervalle affectera à la hausse le rendement de l'équité.

Pourquoi le changement de l'âge moyen d'une nation donnée aurait-il un impact sur le rendement offert ses obligations ? C'est parce qu'à mesure que la population vieillit, elle se rapproche de la retraite et la proportion d'actifs certains (les chèques de paye) de leur portefeuille diminue tandis que la proportion d'actifs risqués augmente. Donc, pour un investisseur averse au risque, une augmentation du taux de rendement exigé ou un transfert de la richesse dans des actifs moins risqués se manifesterait. Donc, l'étude nous démontre que le taux de rendement réel devrait augmenter avec l'âge de la population.

#### *1.2 La démographie internationale et l'évaluation d'actifs financiers*

Les auteurs ont testé le modèle de *Bakshi et Chen* dans un contexte international. Ils analysèrent la relation entre le rendement réel moyen et le bêta de la croissance de la population de chacun des pays. Que ce soit pour les pays développés ou pour un ensemble des 45 pays comprenant des pays émergents, les résultats ne semblent pas significatifs entre ces deux variables. La dynamique de la population d'un pays ne semble donc pas être reflétée dans l'espérance de rendements.

#### *1.3 La démographie internationale comme attribut d'un pays*

Ensuite, leur recherche nous démontre la relation positive entre le rendement moyen (en dollars US) et l'augmentation de l'âge moyen. Cette dernière explique 17% de la variation du rendement réel moyen. La même étude avec le rendement moyen en dollar local nous donne, par contre, une relation plus faible. L'augmentation de l'âge moyen explique également 30% de la volatilité du rendement en dollars US et 24% de la volatilité du rendement en monnaie local.

#### 1.4 L'impact sur le rendement réel de certaines variables démographiques

**Table 1 Predicting Country Returns with Demographic Variables, 1971–95: All Countries, (Re-Emergence Bias Control)**

Statistic	Intercept	Average-Age Increase <sup>a</sup>	Life Expectancy Growth <sup>b</sup>	Population Growth <sup>c</sup>	Adjusted R <sup>2</sup>	Number of Observations
<i>Real U.S. dollar returns</i>						
Coefficient	0.06	8.47			3.9%	121
t-Statistic	3.00	2.72				
Coefficient	0.07		9.99		2.2	121
t-Statistic	4.58		2.35			
Coefficient	0.09			1.06	-0.3	121
t-Statistic	5.91			0.60		
Coefficient	0.04	7.24	7.31	0.13	3.9	121
t-Statistic	1.78	2.28	1.70	0.07		
<i>Real local returns</i>						
Coefficient	0.04	7.43			3.3	119
t-Statistic	1.84	2.29				
Coefficient	0.04		10.86		3.3	119
t-Statistic	2.85		3.23			
Coefficient	0.06			1.27	0.0	119
t-Statistic	4.13			0.77		
Coefficient	0.01	5.96	8.42	0.31	4.3	119
t-Statistic	0.60	1.83	2.60	0.18		

Notes: Dependent variable: five-year compound total returns (MSCI and IFC Global Index). Re-emergence bias control: All IFC returns prior to 1980 and the first three years postemergence are excluded. All t-statistics use a heteroscedasticity-consistent covariance matrix.

<sup>a</sup>Previous year's growth in average age of total population.

<sup>b</sup>Previous year's growth in total population.

<sup>c</sup>Previous year's change in life expectancy at birth.

Sources: UN Population Division, *Demographic Indicators and Sex and Age Annual*, 1950–2050 (1994 Revision).

La *table 1* présente les résultats d'une régression cherchant un lien entre certaines variables démographiques et le rendement réel. On y dénote une relation positive entre le rendement réel futur (en dollars US) et l'âge moyen. Le *test-t* de 2.72 est significatif à un niveau de confiance de 95%. Le coefficient de 8.47 implique que pour une

augmentation de 0.1% dans l'âge moyen, le rendement réel augmentera d'environ 85 points de base.

De plus, cette table nous démontre que lorsque les pays émergents sont inclus, l'espérance de vie joue un rôle important dans la détermination du rendement réel. La régression nous donne un coefficient de 9.99. Enfin, les résultats en rendements locaux sont très similaires.

## *2 - Les facteurs démographiques dans un contexte de portefeuille*

Ensuite, les auteurs illustrent le rendement et la volatilité obtenus lorsqu'on investit dans certains pays où l'âge moyen augmente à un taux relativement élevé. Les résultats sont similaires à ceux obtenus précédemment, c'est-à-dire que l'augmentation de l'âge moyen a une relation positive avec l'espérance de rendement. Par contre, lors de l'analyse des portefeuilles avec une forte croissance de l'âge moyen, les auteurs ont pu constater que la volatilité du portefeuille augmentait à un rythme plus élevé que le rendement espéré.

### *2.1 L'augmentation de l'âge moyen et la cote de crédit d'un pays*

Finalement, l'étude nous présente la corrélation entre l'espérance d'augmentation de l'âge moyen, l'espérance de vie et l'espérance de la croissance de la population avec six indicateurs de risque, comme le risque économique, risque politique, etc. Les corrélations sont négatives, et ce, de façon très significative entre toutes les variables démographiques et les indicateurs de risque.

## *3- Conclusion*

Cette étude a permis aux auteurs de constater que les facteurs démographiques révèlent de l'information à propos du risque. Par exemple, les pays avec une plus forte augmentation de l'âge moyen (donc avec un âge moyen plus faible) sont des pays émergents offrant moins de rendement tout en étant plus risqués. Les variables

démographiques sont des attributs propres à un pays et puisqu'ils sont persistants dans le temps, ils ont plus d'impact sur les rendements à long terme que sur ceux à court terme. Donc, puisque les facteurs démographiques varient tranquillement, ceux-ci peuvent être utilisés pour évaluer les rendements futurs espérés. Finalement, les auteurs ont également démontré que ces variables ont une forte relation avec les mesures de risque utilisées en pratique pour évaluer le risque d'un pays.

## **2.3 APPLICATION AU MARCHÉ**

La lecture de plusieurs rapports de courtiers ou d'autres organisations, en parallèle avec la revue des articles et recherches théoriques, nous ont permis de vérifier si les résultats et conclusions de ces dernières sont réellement appliqués sur les marchés financiers. Les paragraphes suivants sont donc un résumé des principaux facteurs et faits saillants retenus dans la lecture des rapports émis par les professionnels du marché.

### **2.3.1 Le modèle de *JP Morgan***

La firme *JP Morgan* publie régulièrement un rapport nommé « *Outlook for Country Risk* ». Cette publication évalue 23 pays différents selon les propres critères de la firme. La méthode utilisée par *JP Morgan* est, en fait, la sommation des résultats attribués à 14 critères, chacun de ceux-ci ayant des choix de réponses prédéterminés. Dans le meilleur des cas, le critère se voit attribué une note de zéro, tandis qu'au pire il obtiendra un résultat de 10. Évidemment, plus le score total est faible, moins le pays est risqué. Les critères utilisés par *JP Morgan* sont les suivants :

- Taux croissance du PIB réel;
- Changement dans la croissance du PIB;
- Taux d'inflation;

- PIB par habitant;
- Balance budgétaire;
- Croissance du crédit domestique réel;
- Si le pays rencontre les standards SDDS du *FMI*;
- Déviation du taux de change avec sa moyenne de cinq ans;
- Balance du compte courant en % du PIB;
- Dette extérieure en % du PIB;
- Paiements d'intérêts en % des exportations;
- Dette à court terme + amortissement en % des réserves;
- M2 en % des réserves.

Comme vous avez pu le constater, dans son analyse fondamentale, *JP Morgan* n'utilise que des variables économiques, à l'exception d'une seule : à savoir si le pays rencontre les standards SDDS du *FMI*. Donc, contrairement à plusieurs études, la firme n'inclut pas de variables politiques ou financières dans son modèle d'évaluation du risque. Cela découle sûrement du fait que sa méthode d'analyse ne fut pas spécifiquement conçue dans le but d'évaluer les pays émergents.

### **2.3.2 Le modèle de Goldman Sachs**

De son côté, la firme *Goldman Sachs* a tout récemment lancé un nouveau modèle nommé « *GS Watch* », celui-ci ayant pour but de prédire les crises financières et ce, à l'intérieur de 27 pays émergents. Le modèle incorpore neuf variables explicatives, dont six sont des indicateurs ou des signaux, deux sont des variables continues et la dernière est le risque politique. La majorité des variables sélectionnées proviennent de l'étude *Kaminski, Lizondo et Reinhart* nommé « *Leading Indicators of Currency Crisis* » publié en 1998 par le *FMI*. Voici maintenant la description de ces variables :

## **Indicateurs :**

1. **Marché boursier :** Plusieurs études démontrent que les crises financières sont souvent précédées par un déclin du marché boursier. D'ailleurs, selon *Kaminski, Lizondo et Reinhart*, ce facteur serait l'un des meilleurs prédicateurs d'une éventuelle crise financière. Pour tenir compte de ce facteur, *Goldman Sachs* incluent le changement de prix depuis six mois sur les marchés boursiers.
2. **Boom de crédit :** Il semble qu'un « boom de crédit » soit souvent suivi d'une crise sur les marchés financiers. Cela fut d'ailleurs un facteur important de la crise en Amérique Latine des années '80 et de la crise asiatique des dernières années. Le signal est construit à l'aide de la déviation de la croissance annuelle des prêts émis par les banques commerciales avec sa moyenne mobile de trois ans.
3. **Taux de change :** Nombreuses sont les études qui ont prouvé que les crises financières sont souvent précédées par une surévaluation de la monnaie. Pour déterminer si la monnaie est correctement évaluée, la majorité des études utilisent la déviation du taux de change actuel avec une moyenne mobile de dernières années.
4. **Croissance des exportations :** Une baisse des exportations peut être expliquée par un manque de compétitivité de la part du pays ou par une baisse de la demande extérieure des produits de celui-ci. Dans l'un ou l'autre des cas, cela se traduira par un accroissement du déficit de la balance commerciale. En plus, une baisse des exportations peut également mener à des pertes massives d'emplois, si cette diminution est importante et de longue durée. Pour tenir compte de ce facteur, une moyenne mobile de six mois de la croissance des exportations a été ajouté au modèle.



5. **Croissance du besoin de financement externe :** Lorsqu'un pays a recours au financement extérieur en quantité importante, cela le rend particulièrement vulnérable aux variations du taux de change. Pour tenir compte de ce phénomène, *Goldman Sachs* effectue le rapport entre le déficit du compte courant plus les paiements en capital et ce, sur les emprunts externes.
6. **Croissance de la réserve de monnaie :** Les pays possédants d'importantes réserves ont de meilleures chances de contrer une attaque contre leur devise. Le ratio compte capital sur M2 est utilisé pour tenir compte de ce signal.

**Facteurs continus :**

7. **Liquidité globale :** *Eichebgreen et al (1996)* ont prouvé que plusieurs crises dans les marchés émergents étaient causées par les conditions globales des marchés financiers. Le resserrement des conditions dans les pays développés fut un déterminant majeur de la crise en Amérique latine dans les années '80. Dans leur modèle, *Goldman Sachs* estiment la liquidité globale des marchés à l'aide d'une moyenne, pondérée avec le PIB des taux d'intérêts des pays du G-7. Une augmentation dans le taux d'intérêts de ces pays limitera l'attrait des pays en émergence et réduira ainsi les flux de capitaux vers ces derniers.
8. **Corrélation :** La littérature financière a identifié plusieurs voix possibles pour expliquer les différentes corrélations : lien commercial direct, distance physique, similarité dans les structures macro-économiques, facteurs techniques, etc. Pour analyser ce facteur, ils ont premièrement utilisé la corrélation historique du FPI (*Financial Pressure Indices*) entre les vingt-sept pays et ce, afin de dériver le poids de ceux-ci dans l'indice. Deuxièmement, à l'aide de ces poids, ils ont calculé la corrélation de chacun des pays en effectuant une moyenne pondérée des FPI des 26 autres pays.

**Autres :**

9. **Risque politique :** Le signal est négatif si des élections présidentielles ou du congrès ont eu lieu dans les derniers trois mois ou auront lieu d'ici trois mois. Il sera également négatif s'il y a risque de révolution, guerre civile, grève majeure ou de renversement politique.

### **2.3.3 Warburg Dillon Read**

Comme l'affirme *Warburg Dillon Read* et plusieurs autres firmes effectuant des recherches sur les marchés émergents, la liquidité globale et la profondeur de ces marchés sont très importantes. Elles influencent fortement la prime de risque. Selon *Arkady Ostrovsky*, du *Financial Times*, la liquidité de l'obligation en particulier est un facteur souvent ignoré. D'après lui, la liquidité deviendra un facteur encore plus révélateur dans le futur, car la majorité des pays sont en pleine période de coupure dans la dette publique et donc, dans l'émission d'obligations. D'ailleurs, dans une conférence téléphonique qui a eu lieu au mois d'août 1999, *M. Jose Luis Daza* de la firme *JP Morgan* affirmait que la liquidité actuelle sur les marchés émergents était le cinquième de celle de l'an dernier.

*Warburg Dillon Read* affirme qu'il faut absolument considérer une autre variable, c'est la prévision des taux d'intérêts américains. Le fait de bien prévoir les décisions de la Réserve Fédérale américaine nous permet de bien prévoir la tendance à moyen terme en ce qui a trait à la performance de la dette des pays en émergence. Par contre, lorsque les variations de taux ne sont pas anticipées dans les prix, les résultats sur ceux-ci peuvent être énormes. C'est ce qui est arrivé le 4 février 1994, lorsque la Réserve Fédérale a pris par surprise les marchés financiers en augmentant les taux de 25 points de base. Le marché des obligations avait subi une sévère chute. Cependant, ce n'est pas parce que la

politique la Réserve Fédérale américaine est incluse dans le prix qu'un réajustement après la validation de la politique dans les prix est impossible.

Une des découvertes les plus surprenantes et contre intuitive de la firme *Warburg Dillon Read* découle de la performance relative des actifs d'Amérique du Sud et de l'Europe de l'Est. Il serait logique de croire que les actifs des pays d'Amérique latine sont plus influençables par les décisions de la Réserve Fédérale, vu leur proximité géographique, leurs liens commerciaux avec les États-Unis, ainsi que leur urgent besoin de fonds. Au contraire, lors du resserrement de la politique monétaire de 1994, ce sont les pays de l'Europe de l'Est qui ont sous-performé les indices, tandis que durant le cycle d'assouplissement de 1995, ces mêmes pays ont offert une meilleure performance que les indices. Une chose est certaine, maintenant, lorsque la Réserve Fédérale américaine prend des décisions, elle accorde beaucoup plus d'importance que par le passé à l'impact pour les pays émergents.

#### **2.3.4 L'indice d'aversion pour le risque de Chase**

De son côté, la firme *Chase* considère que les pays ayant un niveau de risque élevé sont grandement influencés par un changement dans l'aversion face au risque. Ceci aurait un impact important à moyen terme sur les rendements offerts par les actifs financiers de ce type de pays. C'est pourquoi *Chase* a lancé un indice appelé « *Risk aversion Index (RAI)* ». Ce dernier, composé de variables provenant du marché des bonds du trésor, du marché boursier, des obligations corporatives à rendement élevé et des swaps des taux d'intérêts américains, tente de mesurer le degré d'aversion au risque sur les marchés financiers. Selon cette firme, ces composantes tiennent compte de plusieurs risques, comme les risques de crédit, de liquidité et de marché, auxquels font face les investisseurs. Plus précisément, l'indice incorpore les facteurs suivants :

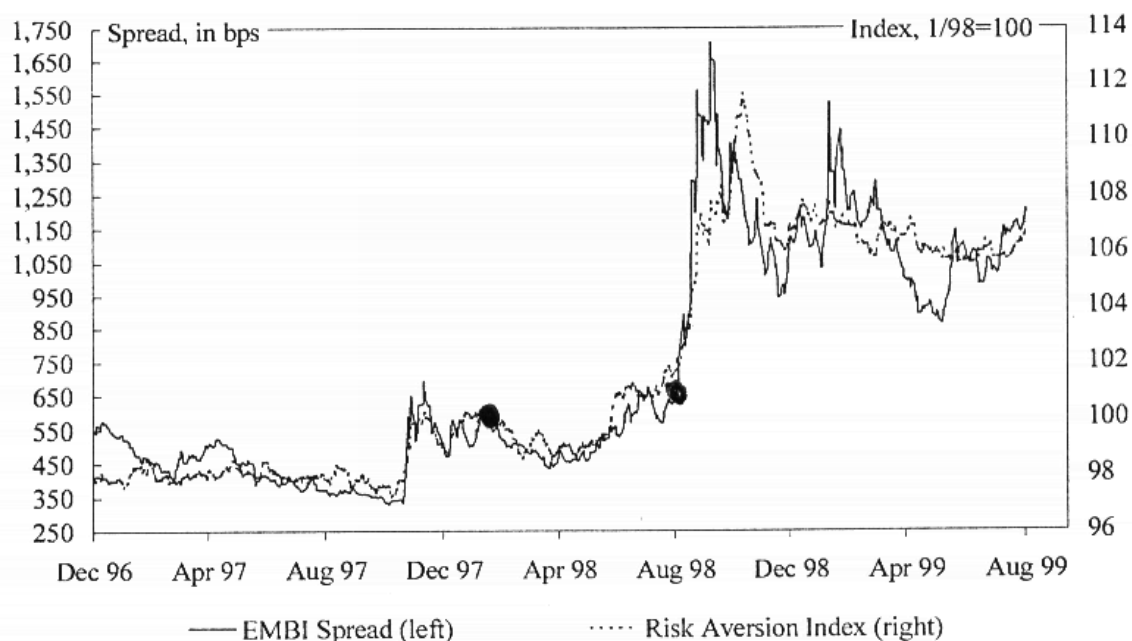
- « *High yield spread-to-worst* »;
- Écart de swap avec échéance de cinq ans;

- Volatilité implicite du S&P 500;
- La différence de rendement entre les obligations américaines 30 ans « *on-the-run* » et « *off-the-run* »;
- Le ratio du S&P 600 sur le S&P 500;
- La corrélation de 22 jours entre le S&P 500 et le rendement des obligations 30 ans.

L'inclusion des trois premiers critères est assez évidente, par contre, celle des trois derniers mérite quelques justifications. L'écart de rendement entre le « off » et le « on-the-run » est inclut dans le but de capter le risque de liquidité. En période de crise, les investisseurs préfèrent détenir des obligations plus liquides (les dernières émises), ce qui élargit l'écart entre les deux types d'obligations. De son côté, le ratio S&P 600 (petites capitalisations) sur le S&P 500 est un autre moyen de mesurer l'appétit pour le risque. Lorsque les investisseurs ont le goût de prendre plus de risque, on devrait s'attendre à ce que les firmes à plus faibles capitalisations aient une meilleure performance que celles à grandes capitalisations. Finalement, la corrélation entre le marché des obligations et celui des actions est utilisée comme indicateur de préférence pour la qualité. Quand nous ne sommes pas en présence d'une crise, cette corrélation est négative car lorsque les rendements sur obligations sont bas, la valeur des bénéfices futurs augmente.

*Graphique 1 – Aversion pour le risque, modèle de Chase*

## RISK AVERSION VS. EMBI SPREAD



Lorsqu'on analyse le *graphique 1* de l'étude, on peut voir que l'indice d'aversion pour le risque capte très bien l'écart du EMBI avec le marché américain. D'ailleurs, la corrélation entre les deux est de 95%, ce qui est remarquable pour un indice ne comportant pas de variable provenant directement des marchés émergents.

### 2.3.5 L'étude de *Goldman Sachs* à propos du bogue de l'an 2000

*Goldman Sachs* se sont également penchés sur l'impact du bogue de l'an 2000 sur le marché américain. Selon eux, la meilleure façon d'évaluer l'effet du bogue sur la croissance, c'est de le comparer avec une catastrophe naturelle, c'est-à-dire qu'il stimulera l'économie plutôt que de créer une dépression. Par contre, il y a une différence majeure; l'heure et la date de ce fameux sinistre sont connues à l'avance. La firme sépare l'impact économique du bogue en trois étapes soit : la réparation des systèmes, l'augmentation de l'inventaire et les manques d'inventaires.

La première phase a débuté vers le milieu des années '90 pour atteindre son sommet vers la fin de 1998. Cette phase devrait être terminée vers la fin de l'an 2001. La firme

estime que cette phase devrait coûter entre 150 et 200 milliards de dollars en main d'œuvre, en logiciels et en pièces informatiques de toutes sortes. Entre 1997 et 2001, l'impact sur la croissance annuelle moyenne du PIB ne devrait qu'être de 0.3%. Cela est causé, entre autres, par le fait que les biens seront importés au lieu d'être fabriqués au États-Unis.

La deuxième phase devrait s'amorcer au milieu de 1999 avec l'achat de stock excédentaire comme de la nourriture, des médicaments et des piles pour les familles et, dans le cas des entreprises, les matériaux pour leur permettre de continuer leurs exploitations. La fin de ces achats devrait avoir lieu au début de l'an 2000. À partir de cette date, ils estiment que la population et les entreprises américaines réduiront leur consommation de biens, pour ainsi revenir à la normale au début de l'an 2001. Par contre, l'impact sur la croissance est difficile à évaluer étant donné que la phase n'était pas vraiment commencée à l'époque où la présente étude a été élaborée.

La dernière phase débutera le premier janvier du nouveau millénaire, pour ensuite se résorber dans les deux ou trois mois suivants. Ironiquement, cette phase cruciale n'aura pas d'effet visible sur la croissance réelle du PIB, puisque celle-ci n'est calculée qu'à tous les trimestres.

En plus de l'impact sur la croissance du PIB, le bogue de l'an 2000 devrait avoir un impact négatif sur la productivité, les profits et les prix. Selon *Goldman Sachs*, dans le cas de la productivité et des profits, l'impact du bogue aura le même effet que n'importe quel bris d'équipement où des réparations devront être effectuées. Dans le cas des prix, les items mentionnés plus haut connaîtront une forte augmentation de la demande en fin d'année, ce qui aura comme effet de hausser leur prix. Par contre, l'impact ne devrait pas être assez important pour faire grimper démesurément le taux d'inflation.

Par contre, comme nous l'avons mentionné au début cette section, l'étude analyse l'effet du passage du nouveau millénaire sur le marché américain. L'impact sur les marchés

émergents pourrait être quelque peu différent. Cela dépend à quel point les gouvernements de ces pays ont investi dans la solution de ce problème, ce qui se trouve à être la phase numéro un. Donc, les pays ayant moins de ressources financières ont été restreints à injecter moins d'argent pour régler le problème.

### **2.3.6 Facteurs peu couramment invoqués**

Plusieurs observateurs des marchés financiers affirment que l'éclipse solaire du mois d'août 1999 pourrait provoquer un ralentissement économique ou même un crash des marchés financiers. C'est pourquoi *Goldman Sachs* a analysé, à l'aide de données historiques, l'impact des éclipses sur les marchés financiers. Pour la majorité des actifs financiers et pour l'activité économique, il n'y a aucun lien, mais leurs études ont trouvé un lien entre les éclipses et le marché boursier japonais ainsi qu'avec le marché obligataire américain. Donc, devrait-on maintenant céder une partie de la gestion de portefeuille à un astrologue? Sûrement pas, affirment les spécialistes chez *Goldman Sachs*. Ces derniers sont très sceptiques à propos des résultats. Cette relation serait plutôt le fruit d'une corrélation fortuite plutôt que d'un véritable lien. D'ailleurs, une série de nombres aléatoires ont montré une corrélation similaire avec les mouvements des marchés financiers, ce qui nous pousse à croire que la meilleure conclusion à retirer de leur étude, c'est que les éclipses solaires n'ont aucun impact sur les marchés financiers.

Dans son article « *That Certain Je Ne Sais Quoi of Les Anglophones* », *Paul Krugman* constate que les pays qui ont connu les meilleurs résultats cette année sont les pays où l'anglais est la langue prédominante. En effet, les États-Unis, l'Australie, l'Irlande et le Canada ont connu une meilleure croissance et ont créé plus d'emplois que le Japon et les pays européens. Mais qu'est-ce qui pourrait expliquer l'excellente performance simultanée de l'ensemble de ces pays? Selon l'économiste, il y aurait peut-être quatre explications à cette domination des pays. Premièrement, il y a le fait que les pays anglophones soient dirigés par de brillants économistes ayant un pied dans le monde académique. Deuxièmement, ces pays sont tous en faveur de la loi du marché et sont

plutôt contre l'intervention du gouvernement sur les marchés financiers. Troisièmement, il y a la théorie de la globalisation, soit la thèse affirmant que l'anglais est la langue officielle d'une économie globale. Finalement, le fait qu'Internet et tout l'univers informatique soit presque qu'entièrement axé sur l'anglais favorise les pays anglophones et désavantage, plus particulièrement, les pays avec un écriture non alphabétique comme la Chine et le Japon.

### **2.3.7 Autres points pertinents**

Souvent, en période de crise, la performance des marchés émergents est un peu reliée. Les investisseurs ont parfois de la difficulté à voir le fondamental derrière chacun des pays et ils ont plutôt tendance à voir les pays en émergence comme un tout. Par exemple, la dévaluation du Brésil en janvier 1999 a provoqué une volatilité extrême sur l'ensemble des marchés émergents. C'était la même chose lorsque la Russie a fait défaut sur le paiement des coupons de ses obligations domestiques. Ce genre d'événement fait perdre la confiance des investisseurs envers l'ensemble des marchés en émergence. De plus, même s'il n'y a pas de crise majeure, l'aversion face au risque influe également sur la performance des pays émergents. Si les investisseurs ont un faible appétit, l'attrait envers ce genre de marché sera très faible, ce qui risque d'engendrer un problème de liquidité.

De son côté, le Dr *Mark Mobius*, de *Templeton Investment Management*, suit les marchés émergents depuis plus de 15 ans. Ce dernier affirme que le meilleur temps pour investir dans ce type de pays, c'est tout de suite après une crise, donc lorsque les prix sont bas. Ceci est causé par le fait que dans les pays émergents, la reprise suit très rapidement le déclin. Selon lui, les marchés émergents sont en moyenne « bullish » pendant trois ans et « bearish » pendant seulement une année, contrairement à onze et trois ans pour les pays développés.



Enfin, selon l'*Institutional Investors*, un autre facteur que les investisseurs vérifient est la vitesse à laquelle leur argent peut entrer et sortir du pays. Cela implique donc que le pays dans lequel ont investi possède un bon système bancaire et de des procédures de règlements adéquats.

## Chapitre 3 - Détermination des facteurs de l'outil d'aide à la décision

### 3.1 FACTEURS COMMUNS RETENUS

Facteurs politiques et sociaux	Facteurs économiques	Facteurs globaux, financiers et de marché
Force et stabilité du système politique	(Déficit du compte courant / PIB)	Liquidité globale des marchés émergents
Leadership politique	Compétitivité du pays en contexte international	Préparation face au bogue de l'an 2000
Élection récente ou future	Croissance du PIB (% trimestriel)	Défaut récent ou éminent et dette en restructuration
Forte possibilité de conflits (raciaux, linguistiques, terrorisme) importants	Variation de la croissance du PIB (trimestriel)	Force du système bancaire
Risque majeur d'un conflit extérieur ou d'une guerre civile	Variation du PIB par habitant (trimestriel)	Poids de la dette extérieure (Dette extérieure / PIB)
Devise convertible et sans contrôle	Croissance des exportations (moyenne mobile 6 mois)	Pays riche en ressources naturelles ?
Vulnérabilité quant aux catastrophes naturelles	Inflation (le taux inflation est-il dans la fourchette cible ?)	Ratio dette court terme sur dette à long terme (dette 1 an / dette totale)
La Corruption ( <i>Corruption Perception Index</i> )	Taux de chômage	Taux de change versus moyenne mobile (5 ans)
Augmentation annuelle de l'espérance de vie	Politique fiscale (Balance budgétaire / PIB)	Aversion face au risque (modèle de <i>Chase</i> )
Augmentation annuelle de l'âge moyen	Réserves / importations (en mois)	Variation en points de l'aversion face au risque (modèle de <i>Chase</i> )
	Politique monétaire claire, adéquate, bien articulée	Corrélation avec les Etats-Unis
	Investissement direct provenant de l'externe	

Tel que vous l'avez remarqué et comme la plupart des études analysées, nous avons séparé les facteurs de notre outil d'aide à la décision en trois catégories différentes : les facteurs politiques et sociaux, les facteurs économiques et les facteurs globaux, financiers et de marchés.

### **3.1.1 Facteurs politiques et sociaux**

Comme le démontre les textes de *Diamonte, Liew et Stevens*, les pays émergents font face à un risque politique beaucoup plus élevé que les pays développés. D'ailleurs, *John Mann*, un professionnel de la firme *Invesco*, affirme que le débat touchant la cote de crédit se tournera vers l'aspect politique plutôt que vers des facteurs techniques. De plus, il croit que les détenteurs d'obligations deviendront un outil pour la diplomatie. C'est pourquoi l'on se doit d'accorder beaucoup d'importance au risque politique.

#### **Système et leadership politique**

Ces facteurs sont très importants à considérer puisqu'ils influencent fortement la mise en place des politiques économiques et la vitesse à laquelle les erreurs de stratégies sont détectées et résolues. C'est pourquoi les pays où un système politique démocratique est en place et dont les politiques sont transparentes seront plus propices à l'investissement de capitaux que les pays où les politiques sont moins prévisibles. Il est également favorable pour une nation que les décisions touchant les marchés financiers soient prises de façon décentralisée plutôt que par l'état. Cela a pour effet de diminuer le risque d'erreur de stratégie et de favoriser les intérêts des créanciers.

#### **Élection récente ou future**

Tout comme la firme *Goldman Sachs*, nous croyons que la venue d'une élection présidentielle consiste en une source de volatilité supplémentaire, particulièrement dans le cas des pays émergents. Notre outil donnera donc un signal négatif lorsque des élections seront prévues au cours des trois prochains mois ou s'ils ont eu lieu au cours des trois derniers mois, à moins que celles-ci n'aient pas d'impact majeur sur les marchés financiers, comme par exemple la réélection d'un parti fortement respecté par le marché. De plus, même si des élections avaient lieu dans plus de trois mois, mais que les impacts sur les marchés financiers se font ou se feront bientôt sentir, le facteur sera également considéré comme défavorable.

## **Fortes possibilités de conflits intérieurs et extérieurs**

Les tensions politiques, raciales et linguistiques à l'intérieur d'un pays peuvent mener à des actes de violences extrêmes comme des attentats, des assassinats, des coups d'états, des enlèvements de personnages (politiques ou autres) importants et peuvent même entraîner une guerre civile. Les cas de l'Indonésie et du Pakistan en sont deux exemples très récents d'une telle situation. De plus, on se doit d'évaluer correctement les relations avec les pays extérieurs pour ainsi déterminer le risque potentiel de conflits externes. Même si un pays n'est pas directement impliqué dans un litige externe, son emplacement géographique peut également entrer en ligne de compte, si le pays est situé près d'une zone conflictuelle. On peut citer les exemples du Liban et du Qatar. De tels événements sont susceptibles de déstabiliser le système politique et les marchés financiers. Le déploiement de la sécurité nationale constitue un fardeau pour la politique fiscale, ce qui réduit évidemment les flux monétaires disponibles aux investissements et aux dépenses.

Selon nous, le risque d'une guerre civile ou extérieure apporte trop d'incertitude et comme les conséquences sont inestimables, nous préférons éviter de prendre une position lorsqu'une telle situation se présente dans un pays.

## **Devise à taux de change variable et sans contrôle**

Ces deux critères sont nécessaires si l'on veut laisser l'économie de marché faire son œuvre. Lorsque nous sommes en présence de telles interventions de la part du gouvernement, cela indique que ce dernier n'investit pas ses efforts et son argent à la bonne place. En effet, il utilise ses fonds pour maintenir le niveau actuel de la devise au lieu de s'efforcer à mettre en place des politiques économiques viables. De plus, puisque la valeur de la devise n'est pas nécessairement au niveau auquel elle se devrait d'être, il y a présence d'un risque énorme de dévaluation, dans le cas où le gouvernement prendrait finalement la décision de laisser le marché décider de la valeur de sa monnaie.

## **Vulnérabilité quant aux catastrophes naturelles**

Cette variable est similaire à la possibilité d'une guerre, c'est à dire qu'elle entraînera des dépenses supplémentaires pour le gouvernement, ce qui aura comme effet de réduire les capitaux disponibles aux investissements et aux dépenses. Il est évident qu'un tel événement apporte de la volatilité et souvent une baisse de prix pour les obligations. Par contre, le désastre aura comme effet secondaire de stimuler l'économie. C'est pourquoi une catastrophe naturelle possible ou récente ne sera pas considérée comme une variable assez puissante pour nous empêcher automatiquement de prendre une position dans un pays. Elle sera plutôt considérée comme un simple facteur négatif.

## **La corruption**

La corruption se définit comme l'abus de pouvoir (politique dans notre cas) dans le but d'obtenir des bénéfices personnels. Selon plusieurs firmes traitant du sujet, le « *Corruption Perceptions Index (CPI)* » de la firme « *Transparency International* » serait l'indice le plus compréhensif jamais publié en ce qui a trait à ce type de risque.

Le *CPI* évalue le niveau de corruption perçu par des gens d'affaires, des analystes spécialisés dans le risque et des journalistes financiers et ce, à l'intérieur de 85 pays différents. Parmi ces spécialistes, certains travaillent pour des firmes reconnues comme « *Economist Intelligence Unit* », « *Political Risk Services* », « *World Development Report* » et « *Gallup International* ».

*Table 2*  
*Résumé des résultats de l'analyse de la corruption*  
*Transparency International, 1998*

<b>Corruption Perception Index</b>		
<b>Résumé des résultats</b>		
<b>Au 31 décembre 1998</b>		
<b>Rang</b>	<b>Pays</b>	<b>Résultat</b>
1	Danemark	10,0
2	Finlande	9,6
3	Suède	9,5
4	Nouvelle-Zélande	9,4
5	Islande	9,3
6	Canada	9,2
17	États-Unis	7,5
<b>43</b>	<b>Corée du Sud</b>	<b>4,2</b>
<b>46</b>	<b>Brésil</b>	<b>4,0</b>
<b>55</b>	<b>Mexique</b>	<b>3,3</b>
<b>61</b>	<b>Argentine</b>	<b>3,0</b>
<b>76</b>	<b>Russie</b>	<b>2,4</b>
<b>77</b>	<b>Venezuela</b>	<b>2,3</b>

L'indice n'évalue pas vraiment le risque de corruption, il mesure plutôt la corruption perçue. Comme vous pouvez le constater à la *table 2*, les résultats se situent entre dix (le pays étant perçu comme s'il n'y avait pas de corruption), et zéro. La compilation et le développement du *CPI* est une initiative entreprise conjointement par « *Transparency International* » et *l'Université de Göttingen*, de l'Allemagne. Il est évident que les pays émergents n'ont pas d'aussi bonnes cotes que les pays développés et on s'attend intuitivement à des résultats inférieurs. Par contre, nous avons comparé les résultats des pays émergents pour ainsi établir qu'un résultat négatif sera attribué aux pays ayant une note inférieure à quatre, un résultat positif si le résultat est supérieur à cinq et un résultat de neutralité si la cote octroyée se situe entre ces deux chiffres.

### **L'augmentation de l'espérance de vie et de l'âge moyen**

L'étude de *Erb, Harvey et Viskanta* démontre des résultats très concluants à propos de l'effet sur le rendement offert par les actifs financiers d'un pays, de certaines variables démographiques propres à chaque nation. Pour déterminer si l'augmentation de l'espérance de vie et de l'âge moyen a un impact significatif, nous nous sommes fiés à la *table 1* (voir *section 2.2.4*) de l'étude, soit la présentation des résultats d'une régression

linéaire entre ces mêmes variables et le rendement réel. La régression touchant l'âge moyen possède un coefficient de 8.5, ce qui implique que pour une augmentation de 0.1 dans l'âge moyen, le rendement réel sera à la hausse de 85 points de base. Du côté de l'espérance de vie, la régression nous donne un coefficient de 10, ce qui implique qu'une même augmentation de 0.1 provoquera une hausse du rendement de 100 points de base.

Pour déterminer à partir de quand un changement dans ces deux variables est représentatif, il fallait définir le nombre de points de base constituant une variation significative. Nous considérons qu'une variation de 50 points de base est significative, c'est pourquoi des augmentations de 0.06 de l'espérance de vie et de 0.05 de l'âge moyen seront considérées comme des points positifs, tandis que des diminutions de même envergure seront considérées comme des points négatifs. De plus, comme le précise l'étude, une trop forte augmentation de l'âge moyen est considérée comme défavorable. Donc, lorsque celle-ci sera supérieure à 0.25, elle sera considérée comme un facteur néfaste.

Pour évaluer ce facteur, nous avons utilisé les « *World Factbook* » de 1998 et de 1999 produits par la « CIA ». Cette publication présente une panoplie de variables économiques, politiques, géographiques et sociales. Parmi ceux-ci, on retrouve un estimé de l'espérance de vie des principaux pays.

### **3.1.2 Facteurs économiques**

#### **Déficit du compte courant par rapport au PIB**

Selon la firme *Standard & Poor's*, l'ampleur du déficit du compte courant, même s'il est important, ne doit pas être considérée à elle seule comme un facteur très significatif. La tendance pour certains pays de fonctionner avec un surplus ou un déficit au compte courant est très bien documentée historiquement. De plus, selon *Lehman Brothers*, un écart au compte courant n'est pas nécessairement un mauvais signe. Selon cette firme,

un tel écart n'est seulement que la contrepartie nécessaire au transfert de fonds provenant des nations où il y a un excès de fonds économisés (comme le Japon) vers les marchés offrant un rendement supérieur (comme les États-Unis). Par contre, nous croyons que ce ratio a sa place dans une analyse fondamentale complète comme celle-ci.

### **Compétitivité en contexte international**

Cette variable permet de se questionner à savoir si le pays analysé est compétitif comparativement aux autres pays du monde. Il faut entre autres vérifier si le gouvernement a établi ou établira des politiques favorisant l'accès aux marchés financiers et aux échanges commerciaux. On doit également analyser si la nation possède des avantages comparatifs à l'intérieur d'un ou plusieurs secteurs d'activités.

### **Croissance du PIB et variation de la croissance**

La croissance du PIB mesure si l'activité économique d'un pays est plus forte relativement au trimestre ou à l'année précédente, ce qui nous permet de déterminer l'état actuel de l'économie. Nous savons, par exemple, que lorsque nous sommes en présence d'une décroissance du PIB pendant plus de deux trimestres consécutifs, nous faisons théoriquement face à une récession. Nous considérons une croissance du PIB supérieure à trois 3% comme un facteur positif, entre 0 et 3% comme un facteur neutre et finalement, la présence d'une décroissance sera considérée comme un point négatif.

La variation de la croissance du PIB permet de déterminer la vitesse à laquelle l'économie croît ou décroît. Lorsque la croissance du PIB est supérieure à celle du trimestre précédent, cela est positif pour l'économie locale et évidemment, le contraire sera considéré comme un point négatif.



## **Variation du PIB par habitant**

De son côté, le PIB par habitant permet de corriger un certain biais introduit par la simple variation du PIB. En effet, l'augmentation du PIB pourrait simplement être expliquée par le fait que la population est plus nombreuse que l'année ou le trimestre précédent. Donc, avec la variation du PIB par habitant, on neutralise l'effet de croissance de la population.

## **Croissance des exportations**

Comme le mentionne le modèle de *Goldman Sachs* (voir section 2.3.2), les exportations nous permettent d'évaluer la demande pour des produits d'une nation à l'étranger, ainsi que la compétitivité du pays à l'intérieur du marché mondial. Les exportations ont également un impact significatif sur le marché de l'emploi. Dans plusieurs pays, la croissance mensuelle des exportations a tendance à être instable, c'est pourquoi une moyenne mobile de six mois de la croissance des exportations sera utilisée dans notre outil d'aide à la décision. Si nous sommes face à une croissance des exportations au cours des six derniers mois, le facteur sera considéré comme favorable, et vice-versa.

## **Inflation**

Habituellement, la mission première et parfois même unique de la banque centrale, c'est le contrôle de l'inflation. Celle-ci, souvent dans le but de répondre aux critères du *FMI*, se fixe une fourchette cible dans laquelle le taux d'inflation doit se maintenir. Un taux d'inflation trop élevé érode la valeur relative de la monnaie locale, diminue le rendement réel des investissements et peut inciter les dirigeants de la banque centrale à augmenter les taux d'intérêts et ce, dans le but de réduire la surchauffe économique et la pression sur les prix. Donc, le respect de la cible devient un facteur capital afin de conserver une politique monétaire efficace et pour conserver la crédibilité de la banque centrale.

## **Le taux de chômage**

Le taux de chômage est un excellent indicateur de la force actuelle de l'activité économique qui prévaut à l'intérieur d'un pays. Un taux de chômage trop élevé implique généralement que l'économie ne fonctionne pas à plein régime et que les entreprises ne produisent pas à leur capacité maximale. D'ailleurs, un taux chômage anormalement élevé peut s'avérer un signe précurseur d'une récession économique. Afin de déterminer si le taux de chômage actuellement observé dans un pays donné est favorable ou défavorable, nous allons le comparer avec le taux habituellement en vigueur à l'intérieur de cette nation. Évidemment, si le taux est inférieur ou égal à la normale, le facteur sera considéré comme positif, en cas contraire, celui-ci sera considéré comme négatif.

## **Politique fiscale**

La politique fiscale est évidemment un bon moyen pour favoriser le développement économique d'une nation. De plus, un déficit trop élevé par rapport au PIB devrait faire augmenter le besoin de financement du gouvernement. Pour mesurer si la stratégie fiscale est adéquate, nous allons utiliser le ratio de la balance budgétaire par rapport au PIB. Si le déficit dépasse 3% du PIB, nous considérerons ce signal comme défavorable, tandis qu'entre zéro et trois, le signal sera considéré comme neutre. Si le gouvernement termine son année fiscale avec un surplus budgétaire, nous allons considérer ce facteur comme positif.

## **Politique monétaire**

Généralement, l'objectif principal de la politique monétaire consiste à stabiliser les prix et donc, de contrôler l'inflation. D'ailleurs, l'adoption de fourchettes cibles du taux d'inflation s'inscrit habituellement dans le cadre de l'engagement premier de la banque centrale à réduire l'incertitude entourant la politique monétaire. Finalement, la politique

monétaire vise à éviter les cycles de surchauffe et de contraction économique, qui conduisent souvent à de pénibles récessions et à une hausse du chômage.

### **Réserves de la banque centrale**

La réserve inclut les différentes monnaies étrangères ainsi que les stocks d'or détenus, ceux-ci à leurs valeurs au marché. D'ailleurs, pour les pays en développement, la réserve de monnaie de la banque centrale est un critère d'une extrême importance car la majorité de leurs dettes sont libellées en devises étrangères. Dans notre modèle, l'analyse du niveau des réserves sera évalué à l'aide du ratio des réserves par rapports aux importations.

### **Investissements directs provenant de l'extérieur (*FDI*)**

Plus ce type d'investissement est élevé, plus c'est favorable pour une nation puisque cet argent favorise l'activité économique et contribue également à soutenir le marché de l'emploi. Donc, si le montant de *FDI* du dernier trimestre disponible est supérieur à la moyenne des trois dernières années, le facteur sera considéré comme positif. En cas contraire, il sera plutôt déterminé comme négatif.

### **3.1.3 Facteurs globaux, financiers et de marchés**

#### **Liquidité dans les pays émergents**

La liquidité et la profondeur des marchés financiers émergents sont deux des premiers critères à observer avant d'investir à l'intérieur de ce type de marché. Si ces deux variables sont adéquates, l'écart de rendement entre les obligations étrangères et les obligations américaines sera plus étroit et l'influence de chacune des transactions effectuées sera moins forte sur les prix des obligations des pays émergents. Ces facteurs en disent également long sur l'appétit des investisseurs pour le risque. Finalement, une

nation aura moins tendance à faire défaut le paiement des intérêts sur les obligations en devise locale lorsque celles-ci sont détenues par plusieurs types d'investisseurs différents que lorsqu'elles sont détenues par une ou des banques locales.

### **Le bogue de l'an 2000**

Lorsqu'on analyse la préparation d'un pays pour le bogue de l'an 2000, on se doit de considérer son exposition à la technologie informatique. En général, les marchés émergents démontrent un risque inférieur à celui des pays développés. Donc, dans le cas des pays en émergence, la perception du risque relié au passage de l'an 2000 se trouve en quelque sorte exagérée. D'ailleurs, la firme « *Gartner Group* » a étudié la position des deux catégories de marchés face au passage de l'an 2000 et elle arrive à deux conclusions :

- Les études ont démontré que les pays du G7, ceux-ci étant plus informatisés, sont plus sujets à ce risque que les pays émergents.
- Grâce à son excellente préparation et à son exposition moindre, l'Amérique latine semble être la région la moins à risque.

### **Défaut récent ou éminent et dette en restructuration**

Assurément, le risque de défaut et la restructuration de dette ont un impact négatif inégalable sur la valeur des obligations d'un pays. C'est pourquoi la présence de l'une ou l'autre des situations nous pousserait à ne pas prendre de position dans le pays en question. De plus, comparativement à un pays possédant un dossier sans tache, un pays qui a connu un récent défaut sur le service de sa dette, aura beaucoup plus de difficulté à emprunter sur le marché des capitaux et devra donc œuvrer avec un levier financier plus faible.

## **Force du système bancaire**

La présence d'une banque centrale autonome, de plusieurs banques locales non contrôlées par le gouvernement et de banques étrangères, sont des éléments favorables au développement d'un système bancaire robuste et efficient. D'ailleurs, la mission première d'une banque centrale consiste à assurer la stabilité des prix et donc, le contrôle de l'inflation. Le but est évidemment de maintenir l'économie sur la meilleure trajectoire possible, celle-ci menant vers une expansion soutenue et à la création d'emplois.

## **Poids de la dette extérieure**

La dette extérieure sera évaluée par rapport au PIB. Nous avons conclu qu'une dette extérieure équivalente à 80% du PIB est trop lourde à supporter pour un pays émergent. Donc, à un tel niveau, le poids de la dette sera considéré comme un facteur défavorable. Si le résultat est inférieur ou égal à 60%, il sera considéré comme un point favorable puisque le pays aura encore de la facilité à accéder au marché des capitaux et devrait être amplement disposé à effectuer le service de la dette. Entre 60% et 80% du PIB, le facteur sera considéré comme neutre.

## **Ressources naturelles**

Il est évident qu'un pays possédant amplement de ressources naturelles aura plus de chance de réussir sur le marché international. Cela favorise évidemment les exportations et donc la balance commerciale. En plus, l'accès à des sources inexploitées de ressources naturelles encouragera l'implantation de firmes extérieures au pays, ce qui implique une augmentation de l'investissement direct effectué par des étrangers. Un pays avec de bonnes ressources naturelles aura donc un lien commercial plus fort avec les autres pays du monde.

## **Ratio dette à court terme sur la dette totale**

Comme c'est le cas pour une entreprise, un ratio élevé de la dette à court terme par rapport à la dette totale peut être néfaste pour un pays. En effet, une telle situation fait en sorte qu'une grande partie des fonds du gouvernement ne sera pas investie dans des programmes stimulant l'activité économique ou dépensée dans le but d'améliorer la qualité de vie des habitants, souvent déficiente dans les pays émergents. Ces fonds serviront plutôt à rembourser la dette, celle-ci découlant souvent d'une mauvaise politique de financement ou de l'incapacité du gouvernement de se refinancer. Dans une compagnie, un tel ratio peut mener à la faillite, pour un gouvernement, cela peut à tout le moins le pousser à faire défaut auprès des détenteurs d'obligations. Malheureusement, l'absence de données historiques à ce sujet nous a empêché d'analyser la tendance du ratio. Nous avons donc dû nous contenter d'évaluer la situation actuelle. Selon nous, un ratio supérieur à 15% devrait être considéré comme négatif, tandis qu'un ratio inférieur ou égal à 10% devra être considéré comme positif. Entre ces deux niveaux, le facteur sera considéré comme neutre.

## **L'aversion face au risque**

De nos jours, il ne suffit plus d'en arriver à une conclusion sur ce qu'un pays représente comme risque, il faut également déterminer comment les autres investisseurs évaluent ce même risque. Cela aura un impact majeur sur la liquidité et la valeur de l'investissement. L'analyse du risque de pays ressemble donc à une équation circulaire! C'est pourquoi l'aversion des investisseurs face au risque constitue un critère très pertinent lorsqu'on planifie d'investir dans les pays en voie de développement. Dans notre outil d'aide à la décision, le niveau d'aversion sera évalué avec le modèle de la firme « *Chase* » définie à la partie 2.3.4 du présent ouvrage. L'usage de l'aversion au risque s'effectuera à la façon des « *contrarians* », c'est-à-dire que lorsque l'indice sera élevé par rapport à son historique, nous allons considérer cela comme un facteur positif nous permettant d'être plus disposé à investir. En effet, lorsque l'aversion au risque est élevée, la majorité des

investisseurs voudront déplacer leurs investissements en pays risqués vers des endroits plus certains, comme les États-Unis par exemple. Les prix des émissions des pays émergents seront donc inférieurs aux prix habituels, ce qui représente de bonnes opportunités d'achats pour les investisseurs moins réfractaires au risque.

### **Taux de change versus moyenne mobile**

Comme le mentionne la firme *Goldman Sachs* (voir section 2.3.2), les marasmes financiers sont fréquemment précédés par une surestimation de la devise locale. C'est pourquoi nous allons comparer le dernier taux de change mensuel disponible avec la moyenne mobile des cinq dernières années. Lorsque le taux de change récent est supérieur à la moyenne mobile, il est possible que la devise soit surestimée, ce qui représente un signal négatif dans notre modèle.

### **Corrélation**

Évidemment, plus la corrélation entre le rendement offert par un pays émergent et les nations incluses dans notre portefeuille actuel est faible, plus l'impact sur le risque global du portefeuille sera favorable. En effet, un coefficient de corrélation plus faible implique une variance inférieure pour l'ensemble du portefeuille. Lorsque la corrélation sera en dessous de 0.60, cela sera considéré comme favorable, tandis que si elle est au-dessus de 0.80, ce sera considéré comme défavorable. Entre ces deux niveaux, ce sera considéré comme un facteur sans impact.

## **3.2 FACTEURS PARTICULIERS À CHACUN DES PAYS**

L'analyse de certains facteurs, comme la croissance du PIB est pertinente pour l'ensemble des pays. Cependant, chaque pays est influencé par des éléments qui lui sont propres. C'est pourquoi notre outil d'aide à la décision renferme également des variables particulières à chacun de ceux-ci. Dans cette section, tout comme au chapitre

4, les pays seront traités par ordre d'importance à l'intérieur de l'indice « *EMBI Global* » de *JP Morgan*.

### **3.2.1 Facteurs propres à l'Argentine**

La première variable qui influence grandement la performance économique et financière de l'Argentine est le prix du pétrole. Plus ce dernier est élevé, plus cela sera bénéfique pour les pays producteurs de pétrole. Donc, tout comme pour l'Argentine, ce facteur sera inclus dans l'outil d'aide à la décision pour le Mexique, le Brésil, le Venezuela et la Russie. Présentement, un peu partout sur le globe, le prix du pétrole est à la hausse. D'ailleurs, ce dernier a plus que doublé depuis le début de l'année. De plus, les experts s'entendent tous pour dire que le prix devrait encore augmenter d'ici la fin de l'année.

Une seconde variable influence l'Argentine, le Brésil, le Venezuela, la Corée du Sud et plus particulièrement le Mexique, c'est l'état de l'économie américaine. Nous traiterons donc de cette variable dans la section 3.2.3 portant sur le Mexique.

La troisième variable propre à l'Argentine est son lien particulier avec le Brésil. En effet, en 1998, 32% des échanges commerciaux de l'Argentine étaient effectués avec le Brésil. D'ailleurs, plusieurs analystes s'attendent à ce que celui-ci connaisse une chute du PIB d'environ 3 %, ce qui aura un impact négatif sur le milieu financier de l'Argentine.

Finalement, la firme *Goldman Sachs* a déterminé que depuis 1991, l'économie argentine semble démontrer une forte sensibilité aux chocs extérieurs. D'ailleurs, en 1995 et en 1999, l'Argentine a connu d'importantes récessions qui, selon *Goldman Sachs*, furent causées par des facteurs externes et non des facteurs domestiques. Les experts de cette firme ont trouvé trois causes à ce phénomène. Premièrement, les multiples décennies d'implantation de politiques économiques infructueuses sont très difficiles à oublier



pour les investisseurs domestiques. C'est pourquoi ils réagissent très rapidement à n'importe quel signal négatif, sans se soucier du fondement et de l'impact réel de celui-ci. Deuxièmement, le système de change fixe entre le peso argentin et le dollar américain rend l'analyse des observateurs plus difficile, qui sont habitués au taux de change variable. Finalement, le degré significatif d'erreur d'appariement de devise apparaissant au bilan du secteur public argentin implique qu'une légère pression sur le taux de change peut sérieusement augmenter le risque de pays.

### **3.2.2 Facteurs propres au Brésil**

Comme dans le cas de l'Argentine, l'économie brésilienne est fortement influencée par le prix du pétrole. Cette variable sera donc également incorporée dans les facteurs particuliers au Brésil. De plus, le Brésil est aussi influencé par l'activité économique des États-Unis.

L'immense poids de la dette extérieure et le déficit budgétaire fait en sorte que le Brésil constitue le pays émergent le plus vulnérable à une crise de liquidité. Tout comme l'Argentine d'ailleurs, l'économie brésilienne demeure très sensible aux chocs externes. Donc, le moindre choc ou changement dans le sentiment des investisseurs pourrait causer du dommage sur le marché financier du Brésil.

### **3.2.3 Facteurs propres au Mexique**

Tout comme l'Argentine et le Brésil, le Mexique est grandement influencé par le prix du pétrole. De plus, tout comme je le mentionnais à la section 3.2.1 traitant de l'Argentine, l'économie de la plupart des pays d'Amérique latine, plus particulièrement le Mexique, sont influencés par la situation économique des États-Unis. Cela est évidemment relié à la proximité géographique et aux ententes commerciales (comme l'ALENA) entre ces pays. En effet, 80% des exportations mexicaines vont en direction des États-Unis.

Donc, malgré ce que l'étude de *Warburg Dillon Read* nous affirme, nous considérons que le Mexique et le reste de l'Amérique latine sont les régions du globe les plus fortement influencés par l'activité économique américaine. Nous tiendrons donc compte de ce facteur dans notre outil d'aide à la décision. D'ailleurs, l'impact de l'état actuel de l'économie américaine sera traité au point 3.3.7.

Selon le *FMI*, un facteur déterminant pour cette nation est le besoin de diversifier les sources de revenus du secteur public. D'ailleurs, avant d'obtenir la cote « *d'investment grade* » par le *Standard & Poor's*, cette condition doit être rencontrée.

Finalement, l'impasse entre le gouvernement et les guérillas, « *the Ejercito Zapatista de Liberacion Nacional (EZLN)* », à propos du *Chiapas*, n'est pas en voie d'être réglée. Depuis la mise en vigueur de l'ALENA en 1994, le soulèvement de ceux-ci a pris beaucoup d'ampleur avec entre autres la prise symbolique de plusieurs villes du *Chiapas* (San Cristobal de las Casas, Ocosingo, Altamirano, etc.). Un autre fait marquant dans ce conflit fut l'assassinat du 23 mars 1994 de *L.D. Colosio*, candidat officiel aux élections présidentielles du *PRI*, parti qui était au pouvoir à l'époque. Les revendications les plus importantes de l'*EZLN* touchent la libération de leur terre, l'accès à des logements salubres, l'obtention de salaires décents, la baisse du chômage, la défense de l'environnement, la liberté, la paix, la démocratie et la justice.

Les conditions de vie au *Chiapas* sont très mauvaises, par exemple, 50% des terres agricoles et d'élevage sont contrôlées par les grands propriétaires et quelques 0.01% des familles *chiapanèques* possèdent 14% de la terre. Selon l'*EZLN*, le problème fondamental du Mexique repose sur une mauvaise ou faible capitalisation de la campagne combinée à une surexploitation du travail. Le bas prix des produits agricoles imposé par l'état mexicain aurait pour objectif d'abaisser la valeur des moyens de subsistance.

Le dernier dénouement dans cette histoire fut l'offensive militaire du 12 août 1999 dans la *Forêt Lacandone*, dans la municipalité d'*Ocosingo*. Environ 500 hommes de l'armée

fédérale mexicaine sont arrivés par voie terrestre ainsi qu'à l'aide de parachutes. Plus tard, deux hélicoptères militaires transportant 50 autres soldats sont atterrés sur le territoire. L'armée a installé ses campements militaires et a encerclé la communauté avec des barbelés. Le dimanche 15 août, les militaires lancèrent des gaz lacrymogènes qui ont fait quatre blessés parmi la population.

Évidemment, ces dernières actions de l'armée et de la police ne contribuent pas à générer un climat favorable au dialogue. Si ce type d'opération continue, cela pourrait générer des confrontations violentes entre les forces de sécurité et les bases d'appui zapatistes. Cependant, nous croyons que le conflit ne représente pas un risque assez élevé pour éviter toute prise de position sur le marché obligataire mexicain. Pour l'instant, celui-ci ne semble pas affecter les marchés financiers. Par contre, nous sommes conscients que de tels événements sont susceptibles de déstabiliser le système politique. De plus, le déploiement de la sécurité nationale implique des sorties de fonds, ce qui réduit évidemment les flux monétaires disponibles aux investissements et aux dépenses. C'est pourquoi le conflit peut affecter le marché en tout temps et que les développements à propos de ce dernier doivent absolument être suivis de très près.

### **3.2.4 Facteurs propres à la Corée du Sud**

Les deux plus grands partenaires commerciaux de la Corée du Sud sont les États-Unis et le Japon, ceux-ci comptant respectivement pour 19% et 13% de ses exportations totales. Comme le plus grand partenaire commercial de la Corée du Sud sont les États-Unis, l'état de son économie sera donc considéré comme un facteur d'une extrême importance. De plus, puisque 60% des exportations coréennes sont en compétition avec celles du Japon, la Corée serait favorisée par un renforcement du yen. Ce dernier rendrait les produits coréens beaucoup plus compétitifs sur le marché international. Les exportations en direction du Japon jouiraient également d'un prix plus faible en yen.

D'ailleurs, les exportations coréennes sont dépendantes des produits électriques et électroniques. Selon le ministre du commerce et de l'énergie, les exportations de ce genre de produits pour les huit premiers mois de l'année ont augmenté 27.2% comparativement à l'an passé. Sur cette même période, celui-ci supplante la performance de l'industrie de l'automobile, avec un taux de croissance de 19.1% et du secteur des textiles, qui a crû de 2.3%. De plus, cette dépendance au marché de l'électronique et de l'électrique devrait s'accroître au cours des prochaines années. Ceci sera favorisé par la hausse des prix des semi-conducteurs et par la hausse de la demande pour les micro-ordinateurs causée par le bogue de l'an 2000.

Finalement, le dossier choc en ce qui concerne la Corée du Sud, c'est la difficulté financière rencontrée par *Daewoo*, la deuxième plus grande entreprise de la région. Cette épopée a débuté vers la fin du mois de juillet, lorsque celle-ci a demandé à ses créiteurs un délai supplémentaire pour rembourser une portion de 7 trillions de wons (5,9 milliards dollars américains) de sa dette et ce, en plus de demander un nouveau prêt de 4 trillions de wons. En retour, *Daewoo* plaça en collatéral des actifs et de l'équité ayant une valeur totale de 10 trillions de wons. En plus, des biens et de l'équité provenant du président de l'entreprise, *M. Kim Woo-choong*, ayant une valeur de 1.3 trillion de wons ont également été placés en garantie. À titre d'information, la dette totale de l'entreprise se chiffrait à cette date à 70 trillions de wons au mois de juillet 1999, soit un montant équivalant à 60 milliards de dollars américains.

Dans le but de prévenir une panique sur les marchés financiers, d'accélérer la restructuration et fournir de l'aide aux institutions financières, la Banque de Corée a instaurée les mesures officielles suivantes:

- Injection de fonds d'urgence pour les « *investment trust company (ITCs)* » par l'entremise « *repurchase agreements* » et de la vente « *monetary stabilisation bonds (MSBs)* »;
- Maintien d'un taux d'intérêt bas;

- Ventes de certaines filiales pour rembourser une partie de la dette;
- Renforcer le suivi du processus de restructuration de *Daewoo*;
- Injection supplémentaire de fonds publics dans le système bancaire dans le cas où les prêts supplémentaires effectués pour sauver *Daewoo* soient non-performants.

Par contre, en constatant la chute de 2.5% du marché boursier suite à l'annonce de ces mesures, il semble que le marché soit resté sceptique à propos à l'idée de simplement augmenter la liquidité sur le marché des obligations. Les experts auraient préféré la mise en place d'un cadre solide permettant d'allouer correctement les fonds publics pour soulager les marchés financiers de leur fardeau. D'ailleurs, la majorité du risque se situe au niveau des « *ITCs* », eux qui détiennent 75% des émissions de *Daewoo*. En effet, depuis cette crise, on assiste à un transfert des investissements à partir des institutions financières non bancaires, comme les *ITCs*, vers les banques commerciales et ce, dans le but d'être protégé par la loi sur l'assurance dépôt. Pour être plus précis, ces transferts s'établissaient à 13,5 et 7,5 trillions de wons pour les mois d'août et septembre respectivement. Cette crise a également affecté le sentiment des investisseurs étrangers, puisque l'on a assisté à un désinvestissement de 1.2\$ milliards en août, ce qui est amplement supérieur au 0.3\$ milliards enregistré au mois de juillet. Finalement, deux dates seront importantes pour la Corée et *Daewoo* : le 8 novembre 1999, date à laquelle les investisseurs non-institutionnels pourront se faire rembourser 80% du principal de leur dette, et le 7 février 2000, où ceux-ci pourront s'en faire rembourser 95%.

### **3.2.5 Facteurs propres à la Russie**

Tout comme les pays d'Amérique latine, la Russie produit une grande partie du pétrole sur le marché international, c'est pourquoi le prix de ce dernier est d'une importance capitale pour cette nation.

À l'intérieur de la Russie, l'industrie des minerais est très bien développée, la Russie est donc un grand producteur des principaux minerais précieux. Selon *Goldman Sachs*, le prix des principaux métaux sur le marché international devrait augmenter au cours de la prochaine année. Par contre, selon *Goldman Sachs*, le prix de l'or devrait retomber sous la barre des 300\$, soit à l'intérieur d'une fourchette de 275\$ à 280\$ l'once.

### **3.2.6 Facteurs propres au Venezuela**

Le Venezuela est sans aucun doute le pays étant le plus influencé par le prix du pétrole. En effet, 80% de ses exportations, près de 33% du PIB et 50% des revenus du gouvernement proviennent de la production et de la vente de produits pétroliers. C'est pourquoi l'augmentation du prix du pétrole depuis le mois de mars est favorable pour l'économie vénézuélienne. D'ailleurs, les experts de *JP Morgan* croient que le prix du pétrole devrait demeurer élevé au cours du reste de l'année. Ils estiment que le prix du baril oscillera entre 22\$ et 25\$ au cours des mois de novembre et décembre. Selon *Goldman Sachs*, une augmentation de 1\$ du prix du baril sur une période de 12 mois entraînerait à la hausse les revenus du gouvernement central et les revenus d'exportations augmenteront de 800\$ millions et 1.2 milliards respectivement. De plus, comme le principal marché pour les produits pétroliers vénézuéliens est les États-Unis, l'économie du pays sera donc intimement reliée à l'activité économique américaine.

### **3.2.7 Impact de l'économie américaine**

L'économie américaine devrait demeurer relativement forte au cours du reste de l'année. Depuis le début de 1999, celle-ci a été en grande partie soutenue par la forte croissance de la consommation et des investissements. D'ailleurs, plusieurs attribuent l'excellente performance du marché boursier américain comme grand responsable de cette croissance élevée. Les dernières données statistiques démontrent qu'entre le premier et le deuxième trimestre de l'année en cours, le PIB a crû de 3.0%. Par contre, on ne peut faire face à

une croissance soutenue sans que celle-ci n'ait un impact sur l'inflation. C'est pourquoi, craignant une hausse du coût de la vie, la Réserve Fédérale américaine décida d'augmenter ses taux officiels. En effet, celle-ci augmenta son taux préférentiel d'un quart de pour-cent au cours du mois de juin et du mois d'août. Puisque la demande domestique est tout de même demeurée relativement forte, il n'est pas impossible que l'on puisse assister à d'autres augmentations d'ici la fin de l'année.

En ce qui touche le futur, le consensus d'experts des principales firmes financières s'attend à ce que le taux de croissance pour 1999 tourne autour de 3.9%, tandis que pour l'an 2000, ils s'attend à un taux de croissance d'environ 2.7%. Cette baisse serait justement attribuable à l'impact de la hausse des taux d'intérêts sur le rendement de l'équité. Malgré ce ralentissement économique, les experts s'attendent à ce qu'il y ait une augmentation de l'inflation au cours des quatre prochaines années. En effet, selon eux, le coût de la main d'œuvre devrait augmenter plus rapidement que l'augmentation de la productivité, ce qui devrait faire passer le taux d'inflation de 2.3% en 1999 à 2.6% à l'an 2000.

En bref, l'économie américaine semble relativement favorable pour l'instant, ce qui représente un point positif pour les pays dont l'économie est intimement liée avec celle des États-Unis. Par contre, le facteur pourrait devenir neutre au cours des prochains mois puisque nous sommes en présence de certains signes indiquant un léger ralentissement économique dans un horizon de temps plus ou moins rapproché.

### **3.2.8 Impact de l'économie japonaise**

L'économie japonaise a connu un niveau de croissance supérieur à ce que les experts avaient prévu. Effectivement, lors du deuxième trimestre, le PIB a crû de 1,1% comparativement à l'année précédente. Cette performance inattendue est due principalement à l'accroissement rapide des investissements publics, ceux-ci ayant augmenté d'environ 12,8% au cours de l'année 1999. Ce revirement a forcé le consensus

d'experts de réviser à la hausse les prévisions de croissance du Japon pour 1999 et 2000. Ils s'attendent maintenant à ce que le PIB réel s'accroisse de 0.6% pour l'année 1999 et de 0.2% pour 2000.

De plus, les experts croient que le taux d'inflation, pour l'ensemble de 1999, se situera autour de 0.3%, niveau relativement bas. Le facteur responsable de cette pression à la baisse sur les prix est sans contredit l'augmentation de la valeur du yen comparativement au dollar américain. Ceci fait évidemment en sorte que les importations coûtent moins chers aux entreprises japonaises. Cependant, on s'attend à ce que le taux d'inflation soit supérieur au courant de 2000, puisque les experts s'attendent à une augmentation générale du prix du pétrole et des autres commodités. D'ailleurs, ces mêmes professionnels s'attendent à ce que le yen se renforce d'avantage au cours de la fin de 1999 et de l'année 2000. Cette hausse de valeur du yen découle, entre autres, de l'intérêt grandissant des investisseurs étrangers pour l'équité japonaise, ceux-ci ayant repris confiance en l'économie du Japon.

On peut donc conclure, malgré ces résultats forts encourageants, que l'économie japonaise n'est tout de même pas assez forte pour constituer un facteur favorable pour la Corée du Sud. Par contre, l'amélioration récente des perspectives économiques japonaises fait en sorte que le facteur peut au moins être considéré comme neutre, au lieu de négatif.



## Chapitre 4 - Évaluation de chaque pays

### 4.1 ARGENTINE

#### 4.1.1 Facteurs politiques et sociaux

##### *Système politique : Favorable*

La constitution de l'Argentine fut adoptée en 1853, et a été modifiée pour la dernière fois en 1994. La nouvelle constitution maintient la division de gouvernement fédéral en trois instances distinctes: l'exécutif, le législatif et le judiciaire. L'instance exécutive est contrôlée par le président et le vice-président de la République de l'Argentine, pour une période de quatre ans. Ils sont directement élus par le peuple et ne peuvent être élus que pour deux mandats consécutifs. La direction législative comporte deux paliers distincts : le sénat, composé de trois sénateurs élus par chaque province et de trois sénateurs pour la ville de Buenos Aires. La Chambre des députés se compose des représentants élus par le peuple et de façon proportionnelle au nombre d'habitants de chaque district. L'instance judiciaire est exercée par la Cour de Justice suprême et par d'autres cours inférieures. On doit donc considérer le système politique comme un point fort pour l'Argentine.

##### *Élections : Défavorable*

Ce qui préoccupe la majorité des analystes dans leur évaluation de l'Argentine, c'est l'impact des élections présidentielles qui eurent lieu le 24 octobre 1999. Comme la plupart des experts l'avaient prévu, *Fernando De La Rúa*, candidat du principal parti de l'opposition, l'*Alianza*, a facilement remporté le suffrage. Cette victoire se concrétisa dès le premier tour des élections, *De La Rúa* se voyant attribuer 48.5% des votes. Puisque cette victoire est loin d'être une surprise, l'impact immédiat sur les marchés financiers fut à peu près nul. Par contre, le futur du nouveau gouvernement n'est pas aussi rose qu'il ne le paraît à première vue. Ce dernier aura besoin du support des

autres partis, puisque quatorze des vingt-trois gouvernements provinciaux sont contrôlés par l'opposition. De plus, *l'Alianza* ne possède que 23 des 72 sièges au sénat. À cause du pouvoir plutôt réduit du gouvernement, la prochaine année comportera beaucoup d'incertitude. Premièrement, il y aura très prochainement l'approbation du budget pour l'an 2000, ce dernier prévoyant un déficit de 4.5\$ milliards. Deuxièmement, il y a les négociations prévues avec le FMI pour l'extension du programme *EFF*, celui-ci permettant, entre autres, l'accès à un fonds de contingence favorisant la liquidité de secteur public. Finalement, la plus grande incertitude est l'adoption de plusieurs réformes structurelles, comme celles du marché du travail et du système de la santé.

*De La Rúa* préféra opter pour un cabinet reconnu par les marchés financiers, l'équipe du président comprenant plusieurs économistes chevronnés. Puisque le gouvernement devrait poursuivre le programme de réforme amorcé depuis maintenant plusieurs années, la mise en place d'un tel cabinet comporte certains avantages. Premièrement, cela augmentera le nombre d'alliés au Ministère de l'Économie à l'intérieur du cabinet. Deuxièmement, lors de la mise en place de sa politique fiscale, le nouveau cabinet devrait favoriser une meilleure efficience des dépenses au détriment d'une augmentation des revenus. Finalement, la nomination d'économistes d'expériences devrait améliorer les chances d'un accord rapide avec le FMI au sujet du programme *EFF* traité au paragraphe précédent.

### ***Contrôle des capitaux : Défavorable***

La banque centrale argentine a récemment mis en place un « *currency board system* ». Chaque peso argentin équivaut donc maintenant à un dollar américain. Pour chaque peso additionnel que le gouvernement argentin décide d'imprimer, il doit conserver un dollar américain en réserve. Selon plusieurs professionnels, cela a pour effet de mettre la politique monétaire à l'intérieur d'une camisole de force, ce qui constitue évidemment un facteur défavorable.

### ***Corruption : Négatif***

Enfin, en ce qui touche à la corruption à l'intérieur du pays, la firme « *Transparency International* » a accordé en date du 31 décembre 1998, une note de trois sur dix, ce qui constitue un facteur négatif pour la nation.

#### **4.1.2 Facteurs économiques**

##### ***Politique fiscale et poids de la dette extérieure : Favorable***

La bonne nouvelle pour les investisseurs potentiels en Argentine, c'est qu'au cours du deuxième trimestre de 1999, le gouvernement argentin a su conserver un léger surplus budgétaire équivalent à 0.08% de son PIB. En effet, l'un des reproches couramment adressés à l'Argentine, c'est qu'elle finance habituellement la majorité de son déficit auprès des pays étrangers. Selon *Moody's*, le fait que celle-ci ait recours à du financement externe pour combler ses besoins financiers rend le pays vulnérable aux chocs causés par la baisse de confiance des investisseurs. D'ailleurs, la somme totale des fonds empruntés à l'étranger se chiffrait à 82.4 milliards en 1998. Selon cette firme, le gouvernement argentin est probablement l'emprunteur le plus actif sur le marché international. Cependant, selon *Goldman Sachs*, le cas de l'Argentine serait plus une question de stratégie de financement qu'une obligation ou une nécessité. La dette à long terme (10 ans et plus) étant la meilleure garantie contre les crises de liquidité, l'Argentine préférerait ce type de financement plutôt que celui à court terme. Le crédit à long terme étant très difficile à obtenir sur le marché domestique, l'Argentine n'a donc d'autres choix que d'avoir recours aux marchés internationaux. De plus, selon notre ratio dette extérieure sur PIB, ce dernier n'étant que de 31%, la situation de l'endettement extérieur semble bien loin d'être catastrophique.

### ***Croissance et variation de croissance du PIB : Favorable***

Au cours des deux premiers trimestres de 1999, il semble que l'économie argentine a connu une forte croissance. En effet, le PIB a crû de 8% entre le premier et le deuxième trimestre de cette année. C'est une augmentation de 15.37% comparativement au trimestre précédent.

### ***Inflation : Favorable***

Par ailleurs, l'Argentine a été marquée par un grave problème d'hyperinflation au cours des dernières décennies. Mais maintenant, avec le taux d'inflation de -0,2% que l'on a connu au mois de septembre, ce problème est résolu. De plus, cette forte diminution de l'inflation, combinée à la stabilisation du peso, a amplement favorisé l'entrée de capitaux. Ceux-ci proviennent non seulement des pays étrangers, mais également des résidents mêmes de l'Argentine, les meilleures conditions domestiques faisant en sorte que le rapatriement de leurs fonds investis à l'étranger devient avantageux.

### ***Chômage : Défavorable***

Par contre, le pays fait face à un sérieux problème de chômage, avec un taux de 14,5% pour le mois d'août 1999. L'Argentine est d'ailleurs le seul, parmi les trois grands pays de l'Amérique latine où le marché du travail s'est fortement détérioré au cours des dernières années.

## **4.1.3 Facteurs globaux, financiers et de marché**

### ***Force du système bancaire : Favorable***

Selon *Goldman Sachs*, le secteur bancaire ainsi que la gestion des politiques économiques sont robustes en Argentine. *Lehman Brothers* affirme également que la banque centrale du pays a encouragé les banques extérieures à participer au système bancaire local, de même qu'à l'application de règles strictes en ce qui concerne l'accessibilité aux capitaux. Cela a pour but de préparer le système financier pour la

prochaine crise économique. D'ailleurs, les banques étrangères occupent 66% du système bancaire argentin.

***Ratio dette à court terme / dette totale : Défavorable***

Le ratio est de 15,32%, comparativement au seuil de 15% imposé par notre outil d'aide à la décision. Même si la différence n'est pas énorme, cela implique tout de même qu'une partie relativement importante des revenus iront au remboursement de la dette et que cette somme d'argent ne pourra donc pas être injectée dans des mesures ou politiques favorisant le développement économique et social.

***Bogue de l'an 2000 : Neutre***

Finalement, selon les communiqués officiels de la Banque Centrale de l'Argentine, plusieurs tests à propos du passage de l'an 2000 ont été effectués sur son système informatique. Il semble que les tests ont été couronnés de succès. D'autres tests seront effectués plus tard au courant de l'année.

## **4.2 BRÉSIL**

### **4.2.1 La crise**

D'abord, débutons l'analyse du Brésil en rappelant certains faits sur la crise qui frappa cette nation au le 6 janvier 1999. Celle-ci fut l'événement le plus marquant sur la scène économique mondiale au cours de la présente année. Le tout débuta lorsque *Itamar Franco*, le gouverneur nouvellement élu du deuxième état le plus peuplé du Brésil, soit *Minas Gerais*, annonçât un moratoire de 90 jours sur le remboursement de la dette de son état envers le gouvernement fédéral. Le montant est estimé à \$13,5 milliards. La banque centrale fut donc forcée à vider près de 35 % de ses réserves en devises étrangères, pour ainsi lutter contre l'immense offre de real (monnaie locale) et la fuite des capitaux. Ensuite, au lieu de soutenir sa devise par l'entremise d'interventions de sa banque centrale, le gouvernement brésilien décida de laisser sa devise se transiger

librement sur le marché, ce qui provoqua une dévaluation de 35 à 40 pour cent de sa monnaie. D'ailleurs, selon l'économiste *Paul Krugman*, les capitaux sortaient du Brésil par crainte que le gouvernement ne puisse pas effectuer le service de sa dette et ce, en raison de la hausse des taux d'intérêt, de la chute de la devise, et d'une récession économique; les taux d'intérêt étaient à la hausse car la devise plongeait, et l'économie est s'effondrait parce que le capital fuyait le Brésil. Selon lui, le Brésil faisait face à un cas de logique circulaire quasiment parfait, et il affirma que ce cercle était vicieux!

La crise brésilienne, qui a d'ailleurs placé l'ensemble des pays d'Amérique du Sud en récession, semble, à en juger par la réaction des marchés financiers mondiaux, ne pas avoir été un facteur très significatif pour les autres pays du monde. En effet, le Brésil est un partenaire commercial très mineur à l'extérieur de l'Amérique latine. Par exemple, les exportations américaines vers le Brésil se chiffrent au total à 15\$ milliards, ce qui représente environ 2.5% de son PIB. De plus, contrairement à la crise russe, la majorité des professionnels sur le marché attendaient la crise du Brésil de pied ferme et par le fait même, tenaient compte de celle-ci dans les prix au marché. Finalement, l'impact du Brésil fut plus faible sur les marchés financiers externes puisque que l'utilisation de levier dans le système financier brésilien était beaucoup moindre que celui de la Russie.

#### **4.2.2 Facteurs politiques et sociaux**

##### ***Système et leadership politique : Défavorable***

Actuellement, en ce qui concerne le Brésil, la principale préoccupation des professionnels est la situation politique qui prévaut à l'intérieur du pays. L'incertitude politique provient entre autres des idéologies différentes du président du Brésil, *Fernando Henrique Cardoso* et du leader du Sénat, *Antonio Carlos Magalhaes*. De plus, la popularité du président n'a jamais été aussi faible. En effet, un sondage de la firme brésilienne « DataFolha » démontre que l'appui au président est passé de 35% en décembre 1998 à 21% en février 1999. D'ailleurs, il semble que le Brésil souffre depuis plusieurs décennies d'un manque de leadership et d'une mauvaise gestion financière. Par

contre, selon quelques experts, l'embauche de *Arminio Fraga* comme président de la banque centrale constitue la meilleure décision que le gouvernement actuel ait effectuée jusqu'à présent. *M. Fraga*, diplômé de *Princeton*, travaillait auparavant à l'intérieur de l'équipe de *Georges Soros*, pour qui il gérait le fonds « *Quantum* » portant sur les marchés émergents. Son expérience sur « *Wall Street* » a immédiatement apporté de la crédibilité à la banque centrale et par le fait même à un pays qui avait besoin du respect du public. Plusieurs le considèrent responsable du rebond de la devise et de la baisse des taux d'intérêt.

#### ***Corruption : Neutre***

Finalement, en ce qui touche à la corruption à l'intérieur du pays, la firme « *Transparency International* » a accordé en date du 31 décembre 1998, une note de quatre sur dix.

### **4.2.3 Facteurs économiques**

#### ***Compétitivité en contexte international : Neutre, Ressources naturelles : Favorable***

Le Brésil est considéré comme le plus grand producteur de café, de jus d'orange et de sucre au monde. Le pays déborde de ressources naturelles. De plus, plusieurs réformes ont été mises en place dans le but d'augmenter la compétitivité des producteurs brésiliens. Parmi celles-ci, on peut noter la réforme de la main d'œuvre, la réforme du système d'imposition, de nouvelles privatisations et la mise en place de nouvelles règles pour le système financier. Cette dernière réforme comprend la diminution des écarts de taux d'intérêts chargés par les banques, ce qui contribuera à stimuler le financement à long terme des secteurs de l'agriculture, de l'immobilier et de la construction.

#### ***Croissance du PIB : Favorable, Croissance du PIB par habitant : Défavorable***

Suite à la crise, le marché brésilien a rebondi plus rapidement que la plupart des analystes l'avaient prévu, eux qui prévoient une sévère récession. Seulement trois mois après avoir été forcés de dévaluer la devise de 40%, le real et le marché boursier

brésilien ont repris près de 50% de leurs pertes. De plus, la croissance après les six premiers mois est également plus forte que prévue, avec un taux de croissance du PIB de 15.73% entre le premier et le deuxième trimestre de 1999. C'est le deuxième trimestre consécutif où l'on assiste à une augmentation du PIB, ce qui est suffisant pour faire sortir le pays de la récession dans laquelle il s'était engouffré à la fin de 1998. Cet accroissement de l'activité économique du deuxième trimestre a fortement été influencé par l'excellente performance du secteur industriel, qui a connu une croissance de 2% par rapport au trimestre précédent. Par contre, selon plusieurs professionnels, l'activité économique devrait ralentir au cours de la seconde moitié de 1999. De plus, le PIB par habitant a connu une légère baisse de 200\$ entre 1998 et 1999, ce qui constitue également un facteur défavorable.

***Inflation : Favorable, Chômage : Défavorable***

Selon le *FMI*, le taux d'inflation annualisé pour les cinq premiers mois de 1999 est de 7.47%, un taux inférieur à la cible de 11% instaurée par cette même firme. Par ailleurs, le pays enregistra une baisse du taux de chômage au cours du mois de septembre, celui-ci passant de 7,70% à 7,40%. Par contre, le taux de chômage pour le premier semestre de 1999 se chiffre à 7.8%, soit le plus haut taux jamais enregistré pour les premiers six mois d'une année.

***Besoin de financement : Défavorable***

La firme *Goldman Sachs* estime à 60 milliards de dollars le besoin de financement du Brésil d'ici l'an 2000, ce qui nous semble assez élevé. Les taux d'intérêts élevés et le faible appui en faveur du président *Cardoso* font en sorte que le gouvernement ne fait pas face aux conditions idéales pour obtenir le financement requis.

***Investissement direct provenant de l'étranger : Favorable***

Lors d'un entretien de la firme *Chase* avec *M. Arminio Fraga* au mois de septembre dernier, celui-ci affirma que les investissements directs provenant de l'étranger



continueront d'être forts au cours de la deuxième moitié de 1999. Cela devrait donc continuer d'être un point fort pour l'économie brésilienne.

#### ***Réserves / Importations mensuelles : Défavorable***

Finalement, il semble que les réserves de monnaies étrangères sont insuffisantes selon le ratio des réserves par rapport aux importations. En effet ce dernier était à un niveau de 9.39 au mois d'août 1999, soit à un montant inférieur à la moyenne des cinq dernières années.

#### **4.1.4 Facteurs globaux, financiers et de marché**

##### ***Impact de la pension de la fonction publique sur la politique fiscale : Défavorable***

Une cause majeure de la chute du real au printemps 1999 est l'incapacité de *Cardoso* à persuader le Congrès de la pertinence d'effectuer d'importantes coupures dans le système de pensions de la fonction publique. Ce plan, reconnu comme étant extrêmement généreux, explique une grande partie du déficit budgétaire du pays et pourrait devenir une source potentielle d'expansion future de la dette. D'ailleurs, le gouvernement dépense les deux tiers de son budget annuel total en salaires et pensions pour les fonctionnaires. Suite à cet échec, le président a perdu beaucoup de confiance auprès des marchés financiers.

##### ***Taux de change : Favorable***

Par ailleurs, si nous analysons la valeur du real en date du 8 novembre dernier, nous constatons que celui-ci était amplement inférieur à sa moyenne mobile des cinq dernières années. En effet, le taux de change moyen se chiffre à 1,17 tandis qu'au 8 novembre, le taux s'établissait à 1,92.

## 4.3 MEXIQUE

### 4.3.1 Facteurs politiques et sociaux

#### *Élections : Défavorable*

Les prochaines élections, prévues en juillet 2000, seront les plus justes et les plus ouvertes de l'histoire du pays. En effet, c'est la première fois que la démocratisation du système politique sera testée. De plus, la possibilité d'une alliance entre les partis de l'opposition, les deux plus importants étant le *PRD (Party of the Democratic Revolution)* et le *PAN (National Action Party)*, amplifie l'incertitude liée à ces élections. Cette coalition serait dirigée par les huit dirigeants des partis de l'opposition. Une telle alliance pourrait certes causer de la difficulté au *PRI (Institutional Revolutionary Party)* à se faire réélire, eux qui sont au pouvoir depuis près de 70 ans. Par contre, le regroupement est toujours loin d'une entente, vu les différences idéologiques fondamentales entre les deux principaux partis. Ils ont jusqu'au 10 décembre pour présenter, à la commission électorale, un enregistrement formel en tant qu'alliance. Selon un sondage publié le premier septembre, la coalition s'accaparerait près de 40% des voix avec le gouverneur *Vicente Fox*, leader du *PAN*, comme chef de parti, mais seulement 25% des voix avec *Cuauhtémoc Cardenas*, le maire de la ville de Mexico et candidat pour le *PRD*. Cependant, peu importe celui qui gouvernera le pays, il ne jouira probablement pas de la majorité des sièges au congrès. La maturité du système politique, la profondeur de son économie ainsi que la meilleure position extérieure du pays, ces deux derniers facteurs étant favorisés par l'introduction du Mexique à l'intérieur de l'ALENA, devraient empêcher le marché mexicain de tomber en crise comme cela avait été le cas lors des quatre derniers transferts de pouvoir.

#### *Corruption : Défavorable*

Finalement, lors de son évaluation de la corruption à l'intérieur du Mexique, la firme « *Transparency International* » a accordé, en date du 31 décembre 1998, une note de trois virgule trois sur dix. Le facteur sera donc considéré comme défavorable.

### **4.3.2 Facteurs économiques**

#### ***Croissance et variation de la croissance du PIB : Favorable***

L'économie mexicaine a crû de 3.2% au deuxième trimestre de 1999 relativement à la même période l'année précédente. Cette augmentation est due à l'excellente performance du secteur industriel, des services et du secteur primaire, avec un niveau de croissance respectif de 4.4%, 2.9% et 2.2%. Entre les deux premiers trimestres de 1999, le PIB a crû de 4.47%, une augmentation de 0.54% par rapport au taux de croissance précédent.

#### ***Politique monétaire et fiscale : Favorable***

De leur côté, les politiques fiscales et monétaires implantées par les autorités mexicaines ont entraîné une forte décélération de la croissance de la consommation et des investissements au cours du premier trimestre de 1999. D'ailleurs, cette faible demande domestique a permis d'améliorer le solde de la balance commerciale. En effet, la moyenne mensuelle du déficit commercial après deux mois est de 413\$ millions tandis que l'an dernier, il se chiffrait à 613\$ millions. De plus, la politique monétaire plus serrée favorisa la diminution de l'inflation. Effectivement, au mois d'août 1999, le taux d'inflation annualisé pour les six premiers mois de l'année se chiffre à 12.5%, ce qui implique que la Banque du Mexique se retrouve en voie d'atteindre sa cible officielle de 13%. De plus, ce taux est amplement inférieur à celui de l'an dernier, qui s'élevait à 18.6%.

#### ***Taux chômage : Favorable***

Par ailleurs, le taux de chômage se chiffrait à 2.24% pour le mois de septembre 1999. La baisse amorcée au début de l'année se poursuit, le taux étant de 2.5% le mois dernier et de 2.9% au dernier trimestre de 1998.

### ***Investissements directs provenant de l'étranger : Défavorable***

Les investissements directs provenant de l'étranger se sont avérés faibles au cours du mois de juin, date des dernières données statistiques disponibles. Effectivement, ceux-ci se chiffraient à 2,625\$ milliards tandis que la moyenne des trois dernières années était de 2,695\$ milliards. De plus, ceux-ci ont également chutés depuis le premier trimestre de l'année.

### **4.3.3 Facteurs globaux, financiers et de marché**

#### ***Bogue de l'an 2000 : Favorable***

Pour prévenir les effets du passage de l'an 2000 sur ses systèmes informatiques, le Mexique instaura en juin 1998, la « *Commission National pour la Conversion à l'an 2000* ». Celle-ci s'avère responsable de la coordination des efforts du secteur économique. Elle doit s'assurer que les opérations nécessaires, sur leurs systèmes d'informations, sont effectuées pour ainsi permettre un changement de millénaire sans problème majeur. D'ailleurs, en septembre 1998, cette même commission a adopté une méthodologie d'auto-évaluation du marché financier. Ensuite, en décembre 1998, la banque centrale termina ses corrections et ses tests internes. La Banque du Mexique possède 164 systèmes informatiques prioritaires. Jusqu'à présent, l'ensemble de ceux-ci est conforme au passage de l'an 2000. Dans le futur, les nouveaux développements informatiques devraient être conformes et seront révisés et testés. De plus, en cas de problème majeur, la Banque du Mexique développe présentement des stratégies et la mise en application d'un plan de contingence pour le marché financier mexicain.

#### ***Ressources naturelles : Favorable***

Le Mexique est un pays relativement riche en ressources naturelles avec un excellent mixte entre des industries modernes et traditionnelles en plus d'une agriculture bien développée. Le secteur privé occupe une plus grande place dans l'économie mexicaine, ce qui augmente l'efficacité de ce dernier. En plus du pétrole, le Mexique est un très

grand producteur de maïs, blé, coton, café, bœuf, volaille, produits laitiers et de produits forestiers.

### ***Système bancaire : Défavorable***

C'est reconnu depuis plusieurs années maintenant, le gouvernement influence grandement les décisions de la banque centrale. Par contre, la pression exercée par celui-ci est moins forte qu'auparavant, ce qui permet au système de se rétablir tranquillement. De plus, d'autres mesures, comme les nouvelles règles visant la capitalisation, la faillite et les garanties nécessaires, attendent présentement l'approbation du Congrès. Mais malgré toutes ces mesures, la banque centrale reste tout de même plus ou moins autonome et le système bancaire demeure relativement fragile.

### ***Taux de change : Favorable***

Finalement, le peso mexicain demeure fort et stable depuis la dévaluation de la monnaie brésilienne en janvier 1999. La devise est soutenue par l'entrée de capitaux provenant de l'extérieur et par la faible demande domestique. Après le premier trimestre de 1999, le peso s'était apprécié d'environ 7.2% par rapport à l'année précédente. Par contre, au 8 novembre, la valeur de celui-ci était bien en deçà de sa moyenne des cinq dernières années, ce qui implique, selon notre recherche, que la devise mexicaine ne semble pas être surévaluée.

## **4.4 CORÉE DU SUD**

### **4.4.1 Facteurs politiques et sociaux**

#### ***Élections : Défavorable***

Évidemment, les préparations pour les élections parlementaires d'avril 2000 domineront la scène politique au cours des mois à venir. Le parti de l'opposition, le *GNP*, semble en mesure d'offrir beaucoup de défi à la coalition présentement au pouvoir, le *NCNP-ULD*, et son président *M. Kim Dae-jung*. D'ailleurs, l'image de ce dernier à récemment

été ternie par une succession de scandales mineurs, impliquant certains de ces proches collaborateurs.

### ***Lancement d'un missile par la Corée du Nord : Défavorable***

Il y a maintenant plus de 18 mois, le président *Dae-jung* s'engageait à lancer une politique de rapprochement avec la Corée du Nord. Cependant, aucun dénouement important n'a découlé de cette promesse. D'ailleurs, de récentes tensions entre la Corée du Nord et la Corée du Sud sont apparues. Ces tensions ont été provoquées par la possibilité, dans un futur relativement rapproché, que la Corée du Nord effectue le lancement d'un missile «*Taepo-dong*». Malgré que cela ne soit pas à l'avantage de la Corée du Nord, celle-ci recevrait des représailles des États-Unis et du Japon, la possibilité que le test soit effectué ne doit pas être sous-estimé. Comme point négatif, non seulement cela pourrait compromettre tout effort d'un accord de coopération entre les deux nations, mais cela pourrait pousser la Corée du Sud à réinvestir dans son armement, plus particulièrement dans la technologie de ses missiles.

### ***Corruption : Neutre***

Finalement, en ce qui touche à la corruption à l'intérieur du pays, la firme «*Transparency International*» a accordé, en date du 31 décembre 1998, une note de quatre sur dix. Le résultat de la Corée est le meilleur des six pays analysés dans cette étude, ce qui prouve que la corruption est un problème majeur à l'intérieur des pays émergents.

## **4.4.2 Facteurs économiques**

### ***Croissance et variation de la croissance du PIB : Favorable***

Lors du deuxième trimestre de 1999, le PIB a connu une croissance de 8.12% comparativement au trimestre précédent. Cela constituait un retour à la croissance, suite à la baisse du PIB de 12,4% enregistrée au trimestre précédent. L'augmentation des investissements immobiliers, qui comptent pour 20% du PIB, ont fortement

contribué à l'excellente performance économique du pays. Les exportations ont également continué de croître lors du deuxième trimestre. Les pays ayant fourni la meilleure contribution furent d'ailleurs les autres pays d'Asie, qui comptent pour 40% des exportations totales de la Corée. Dans l'ensemble, les exportations ont crû de 16.0% lors de ce trimestre, comparativement à 8.7% au trimestre précédent. La dernière variable qui a fortement influencé la croissance du PIB fut la demande domestique, celle-ci ayant augmenté de 8.7% entre le deuxième et le premier trimestre de 1999.

### ***Politique monétaire et fiscale : Favorable***

Ce niveau respectable de croissance est en grande partie dû à l'adoption de politiques monétaires et fiscales expansionnistes. *JP Morgan* et *Goldman Sachs* sont d'accord sur le fait qu'il est peu probable que l'on assiste à un resserrement de la politique monétaire d'ici la fin de l'année. Ceci s'explique par le fait que l'inflation fut plus basse que prévue jusqu'à présent. En effet, en moyenne, depuis les sept premiers mois de l'année, le taux d'inflation se chiffre à 0.7%, un taux bien inférieur à la fourchette de 2% à 4% préconisée par la Banque de Corée.

### ***Taux de chômage : Favorable***

Selon le ministre du travail, le taux de chômage serait passé de 5.7% à 4.8% entre le mois d'août et le mois de septembre. Cette amélioration étant causée par l'augmentation de la capacité de production du secteur manufacturier ainsi que par l'augmentation du nombre de compagnies en opération. Cela confirme également que l'effet négatif de *Daewoo* se limite seulement au marché financier. D'ailleurs, la crise de *Daewoo* ne devrait pas avoir d'impact négatif sur le taux change de la Corée puisque la dette de l'entreprise provient presque entièrement du secteur domestique.

### ***Réserves et investissements directs provenant de l'étranger : Favorable***

Finalement, les réserves de monnaies étrangères ont grimpé à 65,48\$ milliards en septembre 1999, soit une augmentation de 700\$ millions depuis le mois de juillet. De

leur côté, les investissements directs provenant de l'extérieur ont augmenté à 1,8\$ milliards en août, se chiffrant à 0,6\$ milliard en juillet.

#### **4.4.3 Facteurs globaux, financiers et de marché**

##### ***Poids de la dette extérieure : Favorable***

En mai 1999, la dette extérieure avait diminué de près de 40% comparativement à l'année précédente, pour s'établir à 5,1\$ milliards. De plus, après le premier trimestre de 1999, le poids des emprunts externes s'élevait à 16% du PIB, soit à un niveau relativement faible.

##### ***Système bancaire : Neutre***

En septembre 1999, la firme *Moody's* éleva la cote de crédit de cinq grandes banques coréennes. Ceci reflète le plus grand support du gouvernement envers ces institutions, en plus de récompenser la restructuration interne visant l'amélioration du processus de distribution de crédit et la meilleure direction générale de celles-ci. Cette perspective favorable découle également du progrès du système bancaire à améliorer ses valeurs fondamentales et ses positions financières. Par contre, *Moody's* croit que le système bancaire continuera de souffrir du niveau inacceptable de capitaux disponibles.

##### ***Richesses naturelles : Neutre***

Finalement, la Corée possède, comme ressources naturelles, des mines de charbon, de métaux (comme le tungstène et le molybdène,) et de graphite. Elle produit également du fil de sortie et possède également un bon réseau d'hydroélectricité.



## 4.5 RUSSIE

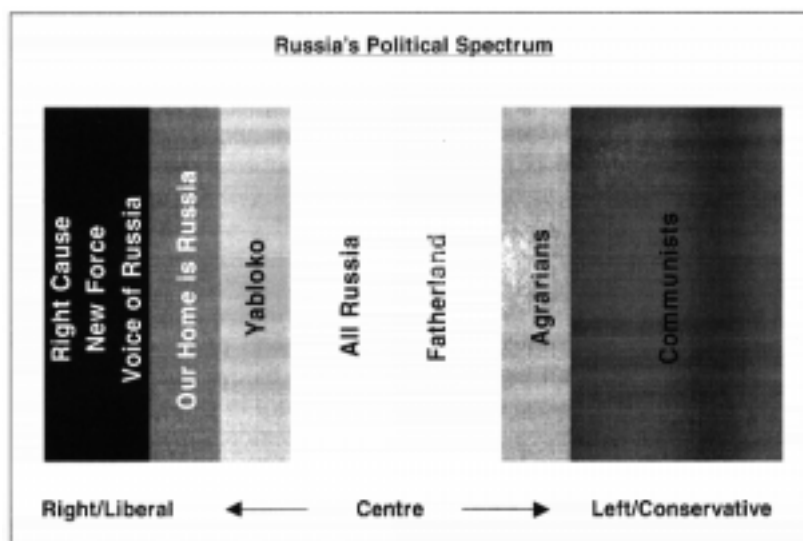
### 4.5.1 Facteurs politiques et sociaux

#### Élections : Défavorable

Évidemment, ce qui retient l'attention dans le cas de la Russie, ce sont les élections législatives prévues en décembre et les élections présidentielles qui auront lieu en juin 2000. D'ailleurs, celles-ci seront les premières effectuées de façon démocratique, ce qui rajoute de la volatilité. D'ailleurs, la récente instabilité du système politique et l'incertitude liée aux élections provoquent presque inévitablement une fuite des capitaux, ce qui appliquera de la pression sur les réserves de monnaies extérieures et sur la valeur du rouble.

*Graphique 2*

*Partis politiques russes*



À l'aide du graphique 2, nous dresserons un portrait rapide des parties en liste pour ces élections de juin 2000. Premièrement, il y a les communistes de *Zyuganov*, parti auquel les experts ne donnent presque aucune chance de remporter les élections. Ensuite, on retrouve la coalition du centre-gauche, composée des partis « *All Russia* » dirigé par l'ex premier ministre *Yevgeny Primakov* et « *Fatherland* » dirigé par le maire de Moscou,

*Yury Luzhkov*. On ignore toujours à cette date lequel des deux hommes dirigera la coalition et se présentera pour les élections présidentielles. Finalement, on retrouve les partis du centre-droite, composés entre autres du parti « Our Home is Russia » de *Vladimir Putin*, l'actuel premier ministre de la Russie et candidat ayant l'appui du chef d'état *Boris Yeltsin*. Ensuite, il y a une coalition de trois partis qui cherche désespérément à rallier à leur troupe le parti de *M. Putin* ainsi que le prédécesseur de ce dernier soit *M. Stepashin*. Selon *Goldman Sachs*, la victoire de l'un ou l'autre des partis du centre-droite serait souhaitable, préférablement avec un homme plus jeune désirant poursuivre les politiques mises en place par le président *Yeltsin*. Ces politiques favorisent l'ouverture vers le monde, la liberté individuelle et la liberté d'opinion.

### ***Conflits raciaux : Ne pas prendre de position en Russie***

Pour ce qui est du conflit avec les Tchétchènes, de récents affrontements et bombardements envers les militants séparatistes ont eu lieu au *Dagestan* et au Nord du *Caucasus*. Au 17 septembre, on chiffrait le nombre de décès à plus de 200. De plus, le Premier M inistre *Putin* parle d'isoler le peuple tchétchène en bloquant la frontière russe touchant la *Tchéchénie*. Ces derniers événements ont intensifié les rumeurs prétendant que ces attaques seraient une stratégie mise en place par le *Kremlin* dans le but de déclarer l'état d'urgence au pays. Ceci leur permettrait de reporter les élections et donc, de demeurer un peu plus longtemps au pouvoir. À tout le moins, ces bombardements font en sorte que les prochaines élections s'effectueraient dans un climat d'instabilité.

### ***Corruption : Défavorable***

Finalement, la firme « *Transparency International* » a accordé, dans son évaluation de la corruption à l'intérieur de la Russie en date du 31 décembre 1998, une note de deux virgule quatre sur dix. Parmi les points qui font en sorte que ce classement est si mauvais, on y trouve l'incertitude quant à l'exactitude des statistiques économiques fournies par la banque centrale. De plus, une histoire de corruption impliquant le président *Yeltsin* et sa famille, la *Banque de New York et Mabetex* provoqua un énorme scandale en septembre 1999.

#### **4.5.2 Facteurs économiques**

##### ***Compte courant / PIB : Favorable***

Le surplus du compte courant, après les deux premiers trimestres de l'année, se chiffrait à 3,5\$ milliards, soit un montant représentant environ 8,34% du PIB. Ce surplus est dû en majeure partie au manque de financement externe, ce qui n'a donné aucune autre alternative au gouvernement que de couper dans les dépenses et d'augmenter ses revenus. D'ailleurs, le véritable problème ne semble pas être la génération de revenus, il se situerait plutôt au niveau de l'habileté du gouvernement à profiter de ceux-ci.

##### ***Croissance du PIB : Favorable, Inflation : Défavorable***

Il semble que pour la première fois de la décennie, l'économie russe se retrouve en situation réelle de croissance. En effet, le PIB est passé de 823 milliards de roubles au premier trimestre de 1999 à un niveau de 1 020 milliards au deuxième trimestre de cette même année et ce, pour un taux de croissance de 23.94%. Cette augmentation du PIB fut entre autres causée par une croissance de 6.1% de la production industrielle, comparativement à l'année précédente. C'est le plus haut niveau de croissance depuis septembre 1995. D'ailleurs, *JP Morgan* prévoit une augmentation du PIB réel d'environ 2% à 2.5% pour l'année 1999. Cependant, cette puissante reprise économique causa une pression inflationniste au pays. En effet, entre les mois de janvier et juin, les prix des biens et services ont augmenté de 24.5%.

##### ***Compétitivité en contexte international : Favorable***

Par ailleurs, la chute du rouble d'environ 50% depuis près d'un an permettra aux entreprises russes d'être plus compétitives sur le marché mondial. Les firmes dont une bonne proportion des revenus provient de leurs exportations ont vu leur profit fortement augmenter depuis ce temps. De plus, cette compétitivité accrue est également causée par le mouvement de privatisation et de décentralisation amorcée par le Président *Yeltsin* depuis quelques années. D'ailleurs, en 1998, la Banque de Russie prenait

l'engagement d'ouvrir les marchés financiers aux investisseurs externes. Celle-ci tenait à simplifier les procédures permettant l'accès au marché russe par les non-résidents. Par ailleurs, depuis le début de l'année, la banque centrale russe s'est également efforcée de conserver une politique monétaire restrictive dans le but de combattre l'inflation. Cette politique ne devrait point changer d'ici la fin de 1999.

### ***Politique fiscale : Défavorable***

Du côté de la politique fiscale, il semble qu'une réforme complète du système d'imposition serait souhaitable. Les impôts en Russie sont trop élevés, trop punitifs et incorrectement collectés. La réduction de certaines taxes et de certains taux d'imposition semble justifiée. L'abolition de licences et de permis requis pour effectuer des affaires au pays serait également souhaitable et ce, dans le but de réduire l'influence potentielle des gouvernements locaux. En réglant ces problèmes, le gouvernement favoriserait l'économie, puisqu'en réduisant les impôts, les citoyens pourraient hausser leur niveau de consommation. De plus, en améliorant la collection de leur dû, plus de capitaux seraient disponibles pour des dépenses à l'intérieur de politiques sociales et économiques.

### **4.5.3 Facteurs globaux, financiers et de marché**

#### ***Liquidité du marché obligataire russe : Défavorable***

Le marché monétaire russe n'est pas liquide. Cela provient du rigoureux contrôle des capitaux et du faible niveau d'offre d'instruments de dette. Cela a poussé les taux d'intérêt nominaux à la baisse, ce qui implique un taux de rendement réel négatif. En effet, au 31 mars 1999, le taux offert par la Banque Centrale de la Russie sur les dépôts de trois mois s'élevait à 30% tandis qu'à la même date, le taux d'inflation annualisé se chiffrait à 40%.

### ***Bogue de l'an 2000 : Ne pas prendre de position en Russie***

Pour ce qui touche le bogue de l'an 2000, il semble que la Russie ne soit pas vraiment en mesure d'affronter le problème. En effet, un article du journal *La Presse* paru vers le milieu de 1999, citant un responsable du gouvernement russe, affirmait que seulement le tiers des 28 000 systèmes du parc informatique vital de la Russie était prêt pour le passage au prochain millénaire et qu'en plus, le gouvernement n'aurait probablement pas les moyens de restaurer les systèmes restants avant la date fatidique.

### ***Système bancaire : Défavorable***

Un autre problème majeur de cette nation est que la banque centrale fournit énormément de capitaux à un système bancaire plutôt boiteux. Le même, d'ailleurs, qui avait causé la crise de l'an dernier en ne remboursant pas les déposants et les prêteurs étrangers. En effet, au cours du mois d'août 1998, la Russie est allée en défaut sur le paiement de sa dette locale, ce qui évidemment devait provoquer une fuite des capitaux et donc, déclencha la dévaluation du rouble. Le gouvernement semble donc répéter les mêmes erreurs qu'il avait commises au cours des cinq dernières années. Pourtant, ce que la Russie a réellement besoin, c'est d'un système bancaire fort, efficient et pouvant opérer sans le support de l'état. Un système au service de l'économie et auquel les citoyens pourront faire confiance.

### ***Poids de la dette extérieure : Défavorable***

De plus, une restructuration de la dette est éminente selon plusieurs investisseurs professionnels. Selon *JP Morgan*, au cours des quatre prochaines années, la Russie aurait besoin d'un assouplissement d'environ 50% sur le paiement de sa dette contractée à l'époque de l'U.R.S.S. Par contre, on parle d'un prolongement de la dette et non d'une radiation pure et simple. D'ailleurs, au début d'octobre, le FMI suspendait ses prêts officiels envers la Russie. En effet, la deuxième tranche de 640\$ millions, d'un prêt total de 4.5\$ milliards, dont le versement était prévu pour la fin du mois de septembre, n'a pas été déposée. Ce dernier ne sera pas versé tant que la Russie ne rencontrera pas les nouveaux critères établis par le G-7. En résumé, les nouvelles

conditions touchent la mise en place d'un mécanisme de contrôle plus serré quant à l'utilisation des fonds publics.

### ***Ressources naturelles : Favorable***

Pour conclure, la Russie est un pays très vaste, riche en ressources naturelles. Elle possède une base industrielle bien diversifiée. On y retrouve, entre autres, une gamme complète de produits miniers, un secteur de haute technologie touchant principalement l'aviation et les véhicules spatiaux « hautes performances » en plus de posséder une agriculture bien développée. Elle exporte principalement des produits pétroliers, du gaz naturel, des métaux, du bois ainsi que des produits dérivés du bois. Ces principaux partenaires sont les pays d'Europe, les États-Unis, le Japon, le Canada et Cuba.

## **4.6 VENEZUELA**

### **4.6.1 Facteurs politiques et sociaux**

#### ***Système et leadership politique : Neutre***

Le gouvernement du président actuel, *Hugo Chavez*, continue de mettre l'emphasis sur sa réforme de la constitution du pays. Celle-ci aura plusieurs impacts majeurs sur le pays. Premièrement, l'abolition possible de la Cour Suprême et du Congrès devrait donner plus de pouvoir au président et au gouvernement. De plus, la réforme devrait également permettre au président en place de se présenter pour un deuxième mandat consécutif, en plus de mettre fin à la synchronisation des élections législatives et présidentielles. Le leader vénézuélien veut également instaurer de meilleures règles d'investissements, qui permettront l'accès à l'arbitrage international et qui élimineront la discrimination envers les fournisseurs de fonds provenant de l'extérieur. Avec ces changements à la charte sociale, l'indépendance des opérations de la banque centrale serait assurée constitutionnellement et ce, pour la première fois de l'histoire du

Venezuela. Finalement, le gouvernement désire également instaurer l'extension du droit civil de l'armée et abolir le projet de privatisation de la compagnie pétrolière *PDVS*.

Cependant, cette réforme de la constitution devra être approuvée par la majorité de la population et ce, par voie d'un référendum. Les autorités aimeraient bien que ce dernier ait lieu vers le milieu du mois de décembre 1999. Pour ce faire, l'assemblée devra accélérer son travail dans les jours à venir, ce qui implique l'approbation hâtive de quelques mesures controversées. Selon *Goldman Sachs*, il serait préférable que le référendum soit reporté en janvier. De plus, il semble que ce référendum sera suivi d'élections législatives et présidentielles, qui se tiendraient à quelque part à l'intérieur du premier semestre de l'an 2000.

D'ailleurs, la forte domination à l'assemblée des supporters de *M. Chavez*, assure l'adoption de la réforme par celle-ci. En effet, près de 93% des membres de l'assemblée sont des partisans du président actuel. D'ailleurs, avec des mesures comme l'augmentation des dépenses publiques dans les services sociaux, la popularité du président actuel est toujours aussi élevée. De plus, ce dernier ne fait face à aucune menace sérieuse provenant des partis de l'opposition, qui souffrent d'un sérieux problème de crédibilité. Par contre, la propre crédibilité de *M. Chavez* sur les marchés financiers n'est pas très forte. On lui reproche d'être incapable de mettre en place une réforme qui stimulera l'économie. L'absence d'une politique économique bien définie augmente également son incréibilité et l'imprévisibilité du gouvernement.

### ***Relation avec la Colombie : Défavorable***

Dans un autre ordre d'idée, la relation entre le Venezuela et la Colombie n'est pas très harmonieuse. L'intrusion de rebelles colombiens au Venezuela, la contrebande et certaines disputes territoriales, continuent d'irriter le rapport entre ces deux nations. Par contre, nous ne croyons pas faire face ici à un risque réel de conflits majeurs et encore moins à la possibilité d'une guerre entre ces deux nations. D'ailleurs, la récente

décision du Président *Chavez* d'entreprendre des discussions avec les leaders rebelles vient quelque peu diminuer les inquiétudes des investisseurs.

### ***Corruption : Défavorable***

Finalement, lors de son évaluation de la corruption à l'intérieur du Venezuela, la firme « *Transparency International* » a accordé, en date du 31 décembre 1998, une note de deux virgule trois sur dix, soit la note la plus faible parmi les six pays que nous avons analysé dans notre étude.

## **4.6.2 Facteurs économiques**

### ***Croissance du PIB : Neutre, Variation de la croissance du PIB : Favorable***

Au cours des deux premiers trimestres de 1999, il semble que l'économie argentine a connu un faible niveau de croissance. En effet, le PIB a crû de 1.62% entre le premier et le deuxième trimestre de cette année. Par contre, comme le PIB avait diminué entre le dernier trimestre de 1998 et le premier de 1999, nous assistons donc au retour de la croissance au deuxième de 1999. En effet, la variation de la croissance entre les deux premiers trimestres de 1999 se chiffre à 8,48%.

### ***Inflation : Favorable***

Les perspectives en ce qui concerne l'inflation semblent assez stables. L'effet négatif de la récente hausse des impôts et du déficit fiscal devrait être contre balancé par le faible prix des importations, ceci étant causé par l'appréciation du bolivar (monnaie locale) au cours des six premiers mois de 1999. Les limites légales de l'augmentation du salaire minimum et du salaire des employés de l'état ont également contribué à réduire l'impact de ces effets négatifs. Cela devrait donc permettre au Venezuela de conserver un taux d'inflation oscillant autour de 24%, un taux amplement inférieur aux années passées. En effet, en 1998, le taux d'inflation était de 29,9%.



### ***Taux de chômage, politique monétaire et fiscale : Défavorable***

De son côté, le taux de chômage s'élevait à 15.30% à la fin du mois de juin, soit à un niveau considérablement supérieur au 11% enregistré le mois précédent. De plus, plusieurs investisseurs s'inquiètent de la façon dont les finances publiques et la politique monétaire sont dirigées. C'est l'augmentation du prix du pétrole qui a permis de réduire l'ampleur du déficit fiscal. Cette diminution aura comme effet de réduire le besoin de financement du gouvernement vénézuélien, ce qui pourrait lui permettre d'éviter une prochaine émission de dettes sur le marché externe. Ceci rendra donc l'économie du Venezuela moins vulnérable aux chocs externes, mais par contre, de plus en plus dépendante au prix du pétrole.

### **4.6.3 Facteurs globaux, financiers et de marché**

#### ***Poids de la dette extérieure : Défavorable***

Lorsqu'on analyse la situation actuelle du Venezuela, on constate que ce dernier est dépendant des pays étrangers. En effet, la dette extérieure du pays équivaut à 158% de la valeur du PIB. Celle-ci est évidemment à un niveau bien au-delà du seuil recommandable et pourrait avoir un impact significatif si le pays avait besoin de fonds supplémentaires. De plus, cela le rend encore plus vulnérable à une variation de la valeur de sa devise et aux chocs économiques externes.

#### ***Taux de change : Favorable***

Selon notre critère, il semble que la devise vénézuélienne ne soit pas surévaluée, puisque au 30 juin 1999, celle-ci se trouve à un niveau amplement inférieur à sa moyenne mobile des cinq dernières années. Selon nos données, il semble qu'à un taux de 632.75, la devise ait atteint son plus bas plateau depuis les cinq dernières années. Cependant, la monnaie vénézuélienne n'a pas cessé de chuter depuis 1996 et rien ne nous indique que cette descente est terminée. Donc, il n'est pas impossible que la devise chute d'avantage au cours des prochains mois.

### ***Ressources naturelles : Favorable***

Enfin, le Venezuela semble constituer un pays relativement riche en ressources naturelles. En plus du pétrole, on y trouve du gaz naturel, des minerais de fer, de l'or, des diamants, du bauxite et d'autres minerais. Les principales destinations des exportations vénézuéliennes sont les États-Unis, Puerto Rico, la Colombie et le Brésil. On y exporte principalement des produits pétroliers, du bauxite, de l'aluminium, et de l'acier.

## Chapitre 5 - Conclusion

### 5.1 RÉSULTATS DE L'ÉTUDE

	Argentine	Brésil	Mexique	Russie	Corée du sud	Venezuela
Nombre de facteurs :						
Positifs	19	15	17	15	23	14
Négatifs	8	8	7	9	3	8
Indiquant d'éviter le pays	0	0	0	3	0	0
Verdict :	Au jugement	Au jugement	Au jugement	Pas de position	Au jugement	Au jugement

Comme vous pouvez le remarquer, le seul pays où le modèle indique de ne pas prendre de position est la Russie. Le modèle nous donnera cette réponse lorsqu'un ou plusieurs des critères suivant seront rencontrés :

- Risque majeur de conflit externe ou d'une guerre civile;
- Forte possibilité de conflits raciaux, linguistiques ou de terrorisme;
- Pas prêt à affronter le passage à l'an 2000;
- Restructuration de dette et défaut récent ou éminent.

Lorsque ce n'est pas le cas, l'outil nous indiquera « au jugement ». En effet, ce n'est pas parce que certaines nations ont plus de points positifs qu'il faut absolument y investir, et vice-versa. Cela dépend de l'importance accordée aux points négatifs par l'utilisateur. Le modèle lui laisse donc la chance d'employer son propre jugement. L'efficacité du modèle est donc directement liée à la qualité du jugement de l'expert. Cependant, le modèle permet de cibler les pays, comme la Corée du Sud, où l'analyse nous indique que le moment semble propice à l'investissement.

## 5.2 LIMITES DE L'OUTIL

D'abord, il est important de préciser que cette étude n'a comme but de déterminer s'il est pertinent ou non d'investir à l'intérieur des pays émergents. Celle-ci permet plutôt, une fois que la décision d'inclure des obligations de pays en émergence dans le portefeuille est prise, de choisir dans quels pays il est temps d'entrer et dans lesquels il ne l'est pas. Ce modèle fut bâti à partir de l'analyse de quelques études similaires. Nous avons choisi les critères qui revenaient le plus souvent ainsi que ceux jugés plus pertinents.

Donc, cette étude ne constitue qu'une analyse fondamentale de six pays, applicable d'ailleurs à n'importe quel autre pays émergent. Une des limites de cette recherche, c'est qu'elle ne tient pas compte du prix au marché de chacune des émissions. Dans la réalité, même si l'analyse fondamentale d'un pays donne un résultat plutôt médiocre, peut-être que l'écart avec les prix d'autres émissions est tellement grand que l'investissement dans ce pays vaut tout de même la peine. Par contre, l'outil permet de vérifier si les écarts de rendements sont justifiés. En effet, dans le cas où deux obligations possédant les mêmes caractéristiques et ayant reçu des résultats similaires avec le modèle, comme c'est le cas pour le Mexique et l'Argentine, l'utilisateur choisira celle dont le prix est le plus bas. Donc, une analyse des écarts de rendements combinée à l'évaluation des résultats de l'outil est la meilleure façon d'utiliser la recherche. Celle-ci doit être utilisée comme outil de référence.

Une autre lacune de l'étude découle du fait que les facteurs ont été choisis plutôt arbitrairement. Aucune analyse statistique n'a été effectuée sur les différentes variables. Certaines d'entre elles ont peut-être plus d'impact sur le rendement et le risque offert par une émission. Cette étude pourrait donc être améliorée par des tests statistiques sur les différents facteurs et par le fait même, par l'attribution de poids supérieurs à ceux dont l'importance semble être plus grande.

De plus, certains facteurs communs, comme la préparation au passage de l'an 2000, ainsi que certaines variables propres, comme la guerre au *Chipas* dans le cas du Mexique, ne seront plus valables d'ici un certain laps de temps. Donc, afin de conserver un modèle le plus pertinent et efficace possible, il faudra supprimer et ajouter certaines variables au fil du temps. De plus, il faudra se tenir au courant des nouvelles études sur le sujet et des nouvelles méthodes utilisées par les firmes spécialisées.

Finalement, il nous semble important de préciser que le modèle n'a pas été testé. Il serait sûrement prudent de faire certains tests, évaluer le Brésil juste avant sa crise économique de janvier 1999 par exemple, pour ainsi déterminer si l'outil permet réellement d'identifier les pays en difficulté et ainsi de prendre les positions qui s'imposent. Donc, des tests sur le modèle serait, selon nous, la prochaine étape à effectuer pour la *Caisse de Dépôt et Placement du Québec* avant l'utilisation de cet outil d'aide à la décision.

## Bibliographie

Baker, S Matthew. « **10 Reasons Not To Invest in International Equities – and Why They’re Wrong.** » *Global Asset Management*, 1998.

Der Hovanessian, Aïda. « **Guide to Evaluating Sovereign Credits** », *Financial Analysts Journal, Association for Investment Management and Research*, 1992.

Diamonte, Robin L., Liew, John M., Stevens, Ross L. « **Political Risk in Emerging and Developed Markets** », *Financial Analysts Journal, Association for Investment Management and Research*, mai/juin 1996, page 71-76.

Dym, Steven. « **Global and Local Components of Foreign Bond Risk** », *Financial Analysts Journal, Association for Investment Management and Research*, mars 1992, page 83-91.

Fox and Alexander, « **The Handbook of Risk Management and Analysis** », *Emerging markets, John Wiley & Sons*, 1996 chap. 10.

Harvey, Campbell R., Erb, Claude B., and Viskanta Tadas E. « **Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk, Financial Analysts** » *Journal, Association for Investment Management and Research*, novembre/décembre 1996, page 29-46.

Harvey, Campbell R., Erb, Claude B., and Viskanta Tadas E. « **Demographics and International Investments** », *Financial Analysts Journal, Association for Investment Management and Research*, Juillet/Août 1997, page 14–28. 1997.

Harvey, Campbell R., Erb, Claude B., and Viskanta Tadas E. « **New Perspectives on Emerging Markets Bonds** », *The CFA Digest*, été 1999.

Krugman, Paul. Alas, Brazil provenant du site Internet : <http://web.mit.edu/krugman/www/brazil.html>, 1<sup>er</sup> février 1999.

Transparency International, « **The corruption Preceptions Index** », décembre 1999