

Les investisseurs étrangers sur les marchés émergents : un troupeau enclin à la panique?



Eduardo Borensztein est Chef de la Division des questions stratégiques du Département des études du FMI.



R. Gaston Gelos est économiste à la Division de l'ajustement macro-économique et structurel du Département des études du FMI.

Eduardo Borensztein et R. Gaston Gelos

On a accusé les investisseurs étrangers dans les pays à marché émergent d'avoir déclenché les récentes crises financières en se débarrassant précipitamment et massivement de leurs investissements. Dans quelle mesure cet instinct grégaire est-il réel et quelles en ont été les conséquences?

LA FORTE VOLATILITÉ des flux de capitaux internationaux vers les pays à marché émergent dans les années 90 a attiré l'attention sur les investisseurs étrangers, souvent considérés comme les responsables de l'instabilité des marchés et des crises monétaires qui s'ensuivent. Pour certains observateurs, les opérateurs des marchés n'ont pas tenu compte des données économiques fondamentales des pays à marché émergent et se sont comportés comme des moutons, en modelant leur conduite sur celle d'autres investisseurs. Un grégarisme généralisé peut accroître la volatilité et déclencher un mouvement de panique qui ne reflète pas la situation économique véritable de ces pays. Dans un document récent (Borensztein and Gelos, 2000), nous avons examiné de manière empirique le grégarisme d'organismes de placement sur les marchés boursiers émergents et nous avons découvert que, si ce comportement est plus répandu sur ces marchés que sur d'autres, il n'est probablement pas responsable de la volatilité observée des flux de capitaux internationaux.

Le grégarisme peut être totalement rationnel du point de vue d'un investisseur. Par exemple, il se peut qu'un investisseur

n'ait qu'un accès limité à des informations directes sur le rendement des actifs et doive donc tenir compte de l'action d'autres investisseurs. Parfois, le mieux qu'un investisseur mal informé puisse faire est de suivre ce que font des investisseurs mieux informés. Il est possible aussi que la rémunération de gestionnaires d'organismes de placement soit liée aux résultats de leur organisme par rapport à ceux d'autres organismes du même type. Ces gestionnaires ont donc peut-être tendance à essayer d'éviter de trop se laisser distancer par les autres organismes, et donc à investir dans un portefeuille d'actifs qui ne s'écarte jamais beaucoup des portefeuilles des organismes comparables.

Parfois, le grégarisme est plus apparent que réel, par exemple lorsque les investisseurs étrangers réagissent simultanément aux mêmes nouvelles économiques. Dans ce cas, leur comportement accélère l'ajustement des prix et n'est pas déstabilisateur. Cependant, dans un marché efficient, les prix devraient s'ajuster rapidement sans qu'il y ait effectivement de nombreuses transactions. Par ailleurs, il reste à savoir pourquoi les investisseurs étrangers ne réagiraient pas de la même façon à certaines nouvelles que les investisseurs intérieurs.

Ce que disent les données

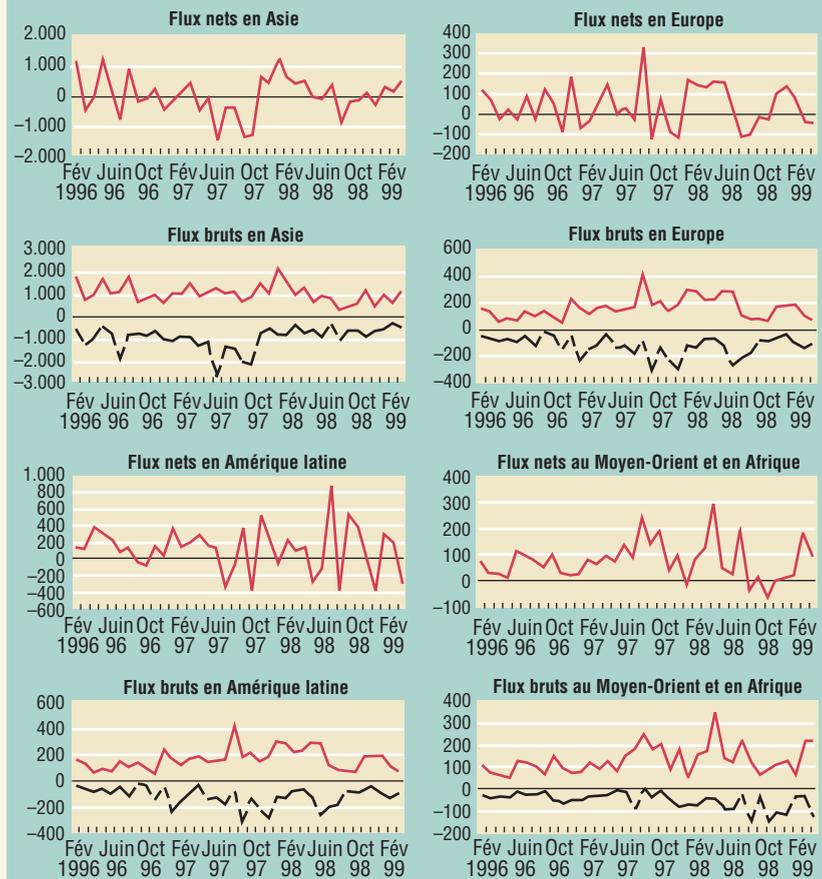
Il est difficile d'évaluer systématiquement le comportement des investisseurs internationaux. La plupart des données financières disponibles concernent les prix, et il est difficile d'établir un lien indiscutable entre l'évolution des prix et le comportement de certains groupes d'investisseurs. Par ailleurs, il se peut que le gréganisme des investisseurs internationaux n'ait pas un effet immédiat sur les prix des actifs, mais pèse néanmoins sur la balance des paiements d'un pays.

Nous avons étudié le comportement d'investisseurs internationaux à l'aide d'une nouvelle série de données établie par Emerging Market Funds Research, Inc. : il s'agit de données mensuelles sur les portefeuilles d'environ 400 organismes de placement spécialisés dans les marchés émergents pour la période allant de janvier 1996 à mars 1999. Cette base de données couvre 80 % des organismes spécialisés dans les marchés émergents et — avec une valeur nette totale supérieure à 100 milliards de dollars — environ 90 % de la valeur de marché des actifs de tous ces organismes. Certes, la période est relativement courte, mais elle couvre des crises financières majeures, et nous avons pu examiner chacune de ces crises en détail. Cette base de données présente aussi l'avantage de porter sur une classe d'investisseurs bien définie — il est logique de rechercher des indices de gréganisme dans une sous-catégorie d'investisseurs, parce que les opérateurs des marchés ne peuvent pas tous aller dans la même direction : pour tout vendeur, il doit y avoir un acheteur.

Premièrement, nous avons examiné les sorties et entrées brutes et nettes de capitaux dans les marchés boursiers émergents de différentes régions. Le graphique 1 présente les flux bruts et nets dans les marchés émergents de quatre grandes régions pour l'ensemble de la période examinée. Nous avons noté que les capitaux ne se déplacent pas toujours dans la même direction : il se peut que des sorties et des entrées massives soient enregistrées au même moment. Cependant, il semble aussi que, sur une base nette, les organismes de placement aient retiré leurs capitaux juste avant des crises majeures ou des périodes de turbulences. En Asie, on a observé des sorties nettes massives à compter de juin 1997. En Europe, les entrées nettes ont baissé substantiellement en juillet 1998, juste avant la crise russe. En Amérique latine, des sorties brusques ont été notées un mois avant la dévaluation brésilienne en janvier 1999.

Le graphique 2 examine plus en détail quelques périodes de turbulences couvertes par cette série de données : la dévaluation tchèque en mai 1997, la crise thaïlandaise en juin 1997, l'effondrement du rouble en août 1998 et le flottement du real

Graphique 1
Flux bruts et nets, par région
(Millions de dollars)

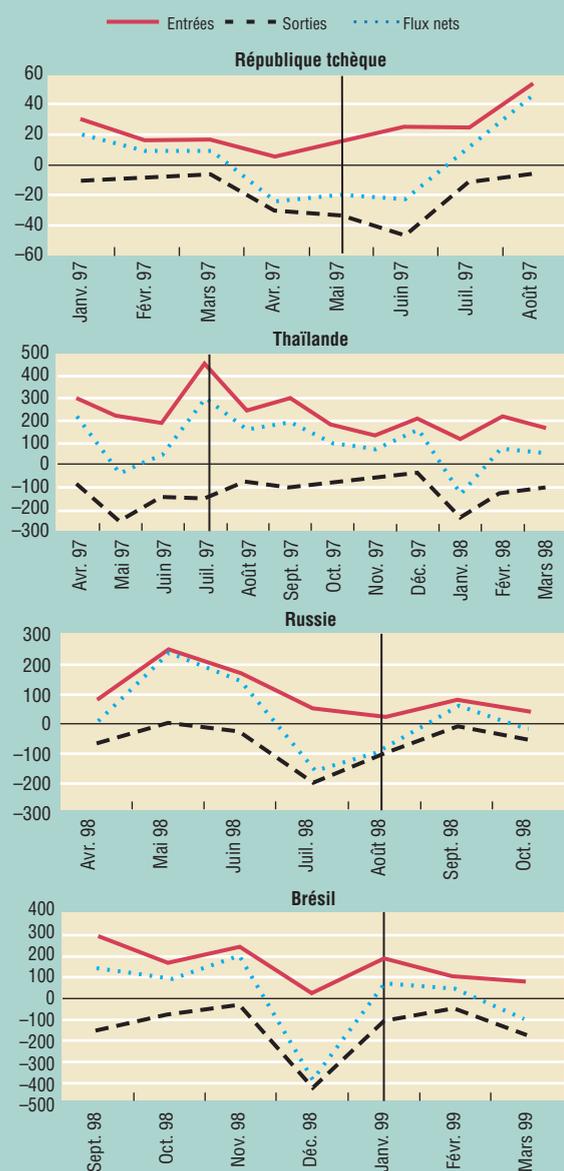


Source : calculs des auteurs sur la base des données de Emerging Market Funds Research, Inc.

en janvier 1999. En général, les organismes de placement collectif de notre échantillon se sont retirés des pays concernés pendant le mois qui a précédé la crise. (Il est intéressant de noter que la Thaïlande, dont la crise a été mise par nombre d'observateurs sur le compte du comportement des investisseurs internationaux, fait exception à cette règle.) Cependant, le montant des sorties nettes de capitaux pendant les crises est relativement faible, étant donné la volatilité de ces flux, et il est encore plus faible si on prend en compte une période plus longue avant la crise — six mois, par exemple.

Il est peut-être plus important encore de noter que les entrées de capitaux sont restées relativement élevées même juste avant les crises, ce qui porte à croire que tous les investisseurs étrangers n'ont pas anticipé les événements. Par ailleurs, les organismes de placement ne se sont pas retirés des marchés émergents sans discernement pendant les périodes de turbulences. Par exemple, si, au total, les organismes de placement ont retiré beaucoup de capitaux d'Amérique latine et d'Asie pendant la crise russe, nombre de ceux qui ont réduit leurs engagements en Russie ont accru leurs investissements en Amérique latine — une observation qui est en contradiction

Graphique 2
Entrées et sorties avant, pendant et après les crises
 (Millions de dollars)



Source : calculs des auteurs sur la base des données de Emerging Market Funds Research, Inc.
 Note : Les nombres sont fondés sur un échantillon de fonds qui se trouvaient dans la base de données pendant toute la période. La ligne verticale indique le mois où la parité fixe de la monnaie nationale a été abandonnée.

avec une vue simpliste du comportement des organismes et semble indiquer que leurs choix de portefeuille doivent être examinés de plus près.

Une mesure plus systématique et quantitative du gréganisme des organismes de placement confirme la première impression qui se dégage des graphiques 1 et 2. L'indice de gréganisme établi par Lakonishok, Shleifer et Vishny (1992) indique essentiellement avec quelle fréquence les organismes se retrouvent tous acheteurs ou vendeurs par rapport à ce qu'on attendrait s'ils opéraient indépendamment et au hasard.

Hors correction tendancielle, il est supposé que, sans gréganisme, il y aurait parmi les organismes autant d'acheteurs que de vendeurs. Naturellement, le calcul de cet indice n'a de sens que pour une sous-catégorie d'organismes, parce que, au total, il est impossible que les investisseurs se retrouvent tous acheteurs ou vendeurs.

Les résultats quantitatifs indiquent que le gréganisme est significatif d'un point de vue statistique, mais n'a probablement pas d'effet notable sur l'économie. La moyenne générale de l'indice est de 7,2 % : en d'autres termes, pour un pays donné, le nombre d'organismes acheteurs ou vendeurs est supérieur d'un peu plus de 7 % à ce qu'on aurait pu attendre si ces organismes avaient opéré indépendamment et au hasard. Ce chiffre est environ deux fois plus élevé que les chiffres d'autres études pour les investisseurs institutionnels américains sur le marché boursier américain. Cependant, il est clair qu'il n'est pas aussi élevé qu'auraient pu le croire ceux qui sont d'avis que le gréganisme des investisseurs internationaux est la cause principale de la volatilité des marchés de capitaux internationaux. La mesure du gréganisme est relativement stable d'une région à l'autre et dans le temps; par ailleurs, dans l'ensemble, le gréganisme ne semble pas augmenter notablement pendant les crises. Cependant, nous avons noté une corrélation positive entre le gréganisme et la volatilité des marchés boursiers dans tous les pays. Il est important aussi de souligner que, puisque nous étudions le comportement d'organismes spécialisés dans les marchés émergents, nous ne pouvons analyser que de manière limitée le gréganisme pour l'ensemble de la classe d'actifs des marchés émergents.

En examinant les différences entre les organismes et les pays, on peut mieux comprendre le phénomène du gréganisme. Par exemple, s'il coûtait plus cher aux gestionnaires d'organismes d'obtenir des informations sur les petits marchés que sur les grands, le gréganisme serait probablement plus répandu sur les premiers nommés. De la même manière, on pourrait s'attendre à ce que la structure des investissements des organismes de placement offshore soit différente de celle des organismes intérieurs, puisqu'ils sont soumis à moins de contraintes réglementaires. Comme les sociétés d'investissement à capital fixe (dont le nombre d'actions émises lors du premier appel public à l'épargne est fixe) ne prévoient pas de rachat des actions, leur indice de gréganisme devrait être plus faible — si le gréganisme concerne essentiellement des investisseurs individuels.

Les résultats empiriques que nous avons obtenus confirment une partie seulement de ces hypothèses. Contrairement à ce que nous pensions, le gréganisme est plus répandu sur les grands marchés boursiers que sur les petits. Le gréganisme n'est donc pas le résultat d'une politique des gestionnaires d'organismes qui viserait à éviter les coûts d'information fixes, qui, par rapport à la taille du marché, sont plus faibles sur les grands marchés. Mais, plutôt, l'illiquidité du marché empêche peut-être les gestionnaires d'imiter le comportement d'autres gestionnaires sur les plus petits marchés boursiers. Les organismes offshore sont généralement moins grégaires que les autres, tandis que le degré de gréganisme des grands organismes de placement internationaux n'est guère différent de la moyenne. Conformément à notre

hypothèse, le grégarisme est moins marqué parmi les sociétés à capital fixe, ce qui porte à croire que la tendance observée au grégarisme puisse provenir, dans une certaine mesure, du comportement des investisseurs individuels.

Les chefs de file et les autres

Qui sont les chefs de file dans le secteur des organismes de placement collectif? Les organismes de notre échantillon ont des compétences, des contraintes, des règles et des objectifs différents. Il se peut que ces différences influent sur leurs réactions aux transactions des uns et des autres. Par exemple, on peut imaginer que des organismes régionaux ou spécialisés dans un seul pays connaissent mieux la situation économique spécifique du ou des pays où ils investissent et jouent donc un rôle majeur dès lors qu'il s'agit de déclencher des entrées ou des sorties de capitaux. De la même manière, si l'acquisition d'informations sur un pays implique des coûts fixes, il se peut que les organismes de plus petite taille soient désavantagés par rapport à ceux de grande taille et soient donc incités à suivre les stratégies de ces derniers. En outre, il est possible que des investisseurs nerveux demandent des rachats auprès des sociétés d'investissement à capital variable et que celles-ci soient donc forcées à réduire leurs engagements sur certains pays avant les sociétés à capital fixe. Cependant, lorsque les sociétés à capital variable sont suffisamment importantes pour influencer sur la tendance du marché, les sociétés à capital fixe sont incitées à les suivre. Il est donc concevable qu'une part infime des organismes soit régulièrement à l'origine de brusques entrées ou sorties massives de capitaux.

Nous avons classé les organismes selon quatre axes : pays unique/pays multiples; mondiaux/régionaux et pays unique; grands/petits; et capital fixe/capital variable. Ensuite, nous avons utilisé une autorégression vectorielle pour détecter des relations systématiques dans la chronologie des transactions effectuées par ces différents groupes d'investisseurs. Il en ressort que les apports ou retraits de capitaux par des organismes régionaux ou spécialisés dans un seul pays précèdent ceux des organismes mondiaux dans le même pays, ce qui s'explique par la transmission d'informations sur le marché. Par ailleurs, les flux des sociétés à capital variable précèdent ceux des sociétés à capital fixe, ce qui confirme que le grégarisme commence par les investisseurs individuels.

Stratégie de vente et d'achat

Un autre type de comportement qui ne correspond pas à la vigueur économique des entreprises des pays à marché émergent est observé lorsque les investisseurs tendent à acheter des actifs dont le rendement a été élevé dans le passé et à vendre ceux dont le rendement récent a été faible. Pour

«Le grégarisme des organismes de placement est modeste et probablement trop limité pour que l'on puisse leur imputer la responsabilité des mouvements de panique.»

vérifier l'existence d'un tel comportement, nous avons examiné si le degré de grégarisme est lié aux rendements antérieurs. Si c'est le cas, le grégarisme devrait être plus prononcé si les rendements du mois précédent ont été extrêmement faibles ou élevés. Par exemple, un «grégarisme vendeur» apparaîtrait si les rendements avaient été particulièrement faibles au cours du mois précédent. Nous avons fait des calculs distincts par pays pour les mois où la proportion d'acheteurs était clairement inférieure ou supérieure à la moyenne, et nous avons étudié la relation entre ces évolutions et les résultats antérieurs des marchés boursiers. Nous avons établi aussi deux mesures de la demande excédentaire, et nous avons analysé leur corrélation avec les rendements précédents.

Les résultats sont, ici aussi, mitigés. Bien qu'il n'y ait pas de lien évident entre les mesures du grégarisme et les rendements du mois précédent, il semble qu'en moyenne, les organismes tendent à acheter des actifs dont le rendement a été élevé dans le passé. Cependant, rien n'indique que ce comportement est accentué pendant les crises. Cette stratégie fondée sur les rendements

antérieurs est au moins aussi prononcée pour les organismes spécialisés dans un seul pays que pour l'ensemble des organismes.

Globalement, nos résultats montrent que le comportement des organismes de placement sur les marchés émergents est plus complexe qu'on ne le pense souvent. Il est vrai que cette classe d'investisseurs tend à se retirer des pays à marché émergent juste avant une crise, les organismes régionaux ou spécialisés dans un seul pays semblant être les premiers à bouger. Le grégarisme de ces organismes est modeste et probablement trop limité pour que l'on puisse leur imputer la responsabilité des mouvements de panique. De la même manière, il semble que ces organismes achètent des actifs dont le rendement a été élevé dans le passé et vendent des actifs dont le rendement a été faible — une autre stratégie déstabilisatrice — mais seulement dans une certaine mesure. Il est intéressant de noter que ni le grégarisme ni cette dernière stratégie ne sont plus prononcés pendant les crises. À la lumière de ces données, du moins, il ne semble pas approprié de caractériser les organismes spécialisés dans les marchés émergents comme une classe d'investisseurs enclins à la panique. **F&D**

Bibliographie :

Eduardo Borensztein and R. Gaston Gelos, 2000, "A Panic-Prone Pack?: The Behavior of Emerging Market Mutual Funds," IMF Working Paper 00/198 (Washington: International Monetary Fund).

Josef Lakonishok, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1992, "The Impact of Institutional Trading on Stock Prices," Journal of Financial Economics, Vol. 32 (August), p. 23-43.