

CENTRE DE DÉVELOPPEMENT DE L'OCDE

CAHIER DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE N° 9

RÉORIENTER LES FONDS DE RETRAITE VERS LES MARCHÉS ÉMERGENTS

par

Bernhard Fischer et Helmut Reisen

- Le vieillissement rapide des populations dans les pays riches va sans doute entraîner une forte croissance des régimes de retraite privés par capitalisation, lesquels pourraient offrir d'énormes moyens de financement aux pays en développement.
- Les gestionnaires des fonds de retraite peuvent recueillir d'importants avantages de diversification en investissant sur les marchés boursiers émergents des jeunes économies ; mais ces avantages restent pratiquement inexploités.
- Les pays de l'OCDE devraient envisager de supprimer les contraintes réglementaires qui pèsent sur les actifs des fonds de retraite et qui privent les retraités des bénéfices résultant d'une diversification à l'échelle mondiale.
- S'ils veulent mobiliser une plus grande partie des actifs des fonds de retraite des pays de l'OCDE, les pays en développement doivent adopter des politiques propres à rassurer les investisseurs institutionnels au sujet des risques de défaillance et d'illiquidité des marchés boursiers.

LES IDÉES EXPRIMÉES ET LES ARGUMENTS AVANCÉS DANS CETTE PUBLICATION SONT CEUX DES AUTEURS ET NE REFLÈTENT PAS NÉCESSAIREMENT CEUX DE L'OCDE OU DES GOUVERNEMENTS DE SES PAYS MEMBRES

CAHIERS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE DU CENTRE DE DÉVELOPPEMENT

Le Centre de Développement s'efforce, dans ses activités de recherche, d'identifier et d'analyser les problèmes qui vont se poser à moyen terme, dont les implications concernent aussi bien les pays Membres de l'OCDE que les pays non membres, et d'en dégager des lignes d'action pour faciliter l'élaboration de politiques adéquates.

Les *Cahiers de politique économique* présentent sous une forme concise, facile à lire et à assimiler, les résultats des travaux de recherche du Centre. De par sa diffusion rapide, large et ciblée, cette série est destinée plus particulièrement aux responsables politiques et aux décideurs concernés par les recommandations qui y sont faites.

Le but de cette étude est de montrer qu'en plaçant les avoirs des fonds de retraite des pays riches sur les marchés en forte croissance des économies jeunes, on peut tout à la fois obtenir des retours élevés sur investissement qui seront nécessaires aux retraités de demain et satisfaire les besoins en capitaux des jeunes nations. A partir de faits observés, cette analyse démontre que les gestionnaires des fonds de retraite peuvent tirer d'importants avantages — à savoir un rendement moyen plus élevé pour un risque global moindre — d'une diversification de leur portefeuille en investissant sur les marchés des capitaux « émergents ». S'ils veulent profiter de ces avantages mutuels, les pays concernés devront supprimer d'importants obstacles touchant à la fois la réglementation et les marchés. Les pays de l'OCDE auraient intérêt à supprimer les règles de localisation pour les actifs des fonds de retraite. De leur côté, les pays en développement devraient prendre les dispositions nécessaires pour apaiser les craintes que les investisseurs institutionnels nourrissent au sujet des risques politiques et d'illiquidité des marchés financiers. Les auteurs de cette analyse estiment que si ces recommandations étaient adoptées, les fonds de retraite des pays de l'OCDE investiraient environ 3 pour cent de leurs actifs (350 milliards de dollars) sur les marchés émergents d'ici à l'an 2000.

Table des matières

I. Vieillissement des populations et croissance des fonds de retraite	5
II. Avantages mutuels de la mondialisation des placements des fonds de retraite	10
1. Avantages pour les pays vieillissants de l'OCDE	10
2. Avantages pour les marchés émergents receveurs	14
III. Obstacles aux placements mondiaux des fonds de pensions	17
1. Le biais des régimes de retraite en faveur des placements nationaux dans les pays de l'OCDE	17
2. Obstacles émanant des pays d'accueil	22
IV. Perspectives de placement des fonds de retraite sur les marchés émergents	26
V. Rôle des autorités	28
Notes	31
Bibliographie	33

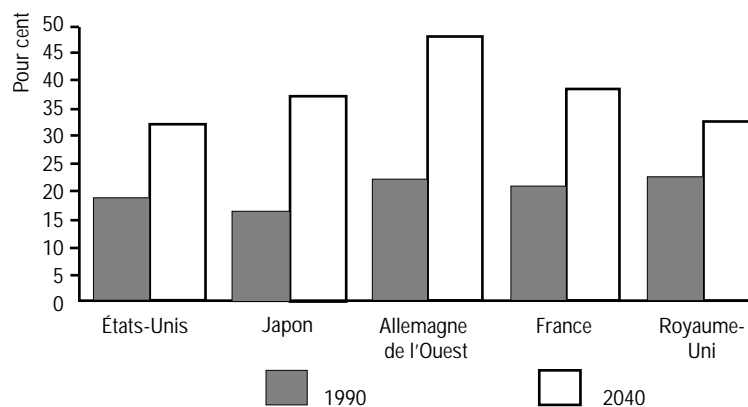
Liste des figures et des tableaux

Figure 1 Ratios de dépendance économique des personnes âgées	5
Figure 2 Frontières efficientes : indice composite de la SFI et marchés développés	12
Tableau 1 Couverture des engagements nets des régimes de retraite publics	7
Tableau 2 Avoirs des fonds de retraite dans quelques pays de l'OCDE, 1992	9
Tableau 3 Contraintes réglementaires sur les placements à l'étranger des fonds de retraite dans certains pays de l'OCDE, 1994	18
Tableau 4 Part préconisée et part effective des actifs étrangers en pourcentage des actifs totaux des fonds de retraite, 1993	20
Tableau 5 « Investibilité » des marchés boursiers et investissements étrangers de portefeuille, 1993	23
Tableau 6 Scénario d'investissement d'un fonds de retraite	26

I. Vieillissement des populations et croissance des fonds de retraite¹

Le vieillissement de la population dans les pays riches va inévitablement entraîner un essor rapide des régimes de retraites privés par capitalisation (et d'autres systèmes privés d'assistance aux personnes âgées) tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la zone de l'OCDE. Dans le contexte démographique de l'immédiat après-guerre, il était relativement facile de financer les régimes de retraite par répartition. Mais aujourd'hui, tandis que la génération du *baby boom* s'achemine vers la retraite, une cohorte de moins en moins dense de contribuables va devoir subvenir aux besoins d'une population âgée de plus en plus nombreuse, comme le montre la figure 1, qui illustre la situation des cinq plus grands pays de l'OCDE (le G5).

Figure 1 : Ratios de dépendance économique des personnes âgées
Rapport des personnes de 65 ans ou plus au groupe d'âge 15-64 ans



Source: R.P. Hagemann and G. Nicoletti (1989).

La bombe à retardement démographique impose une arithmétique plus que désagréable aux systèmes nationaux de protection sociale fondés sur la répartition :

- L'ampleur des besoins de financement des régimes de retraite publics va grever de plus en plus lourdement les *finances publiques*. Dans presque tous les pays, la dette publique est bien plus importante qu'il n'y paraît dans les documents officiels si l'on tient compte des droits acquis sur les régimes publics de retraite et des cotisations futures aux caisses de retraite. Des simulations récentes (Van den Noord et Herd, 1993) ont permis d'évaluer la différence entre la valeur actualisée des cotisations et celle des prestations

à servir. Comme on le voit pour le G5 (tableau 1, première colonne), l'écart va de 43 pour cent du PIB aux États-Unis à 216 pour cent en France. Le recours à l'emprunt public pour combler cet écart porterait le ratio de la dette publique des pays de l'OCDE à des niveaux probablement insupportables. Pour financer les déficits des régimes de retraite publics sans toucher au niveau des prestations, il faudra relever les taux de cotisation (deuxième colonne) appliqués dans le cadre des systèmes actuels de répartition (troisième colonne), soit de façon progressive, soit en une seule fois pour équilibrer la valeur actuelle des engagements nets de ces régimes (quatrième colonne). Une autre solution consisterait à augmenter de façon significative l'âge de la retraite afin de couvrir les engagements. Aucune de ces perspectives ne peut séduire les décideurs.

- Le scénario que l'on vient de présenter aura un effet très défavorable sur les *créations d'emplois*. Dans la zone de l'OCDE, le chômage frappe essentiellement la main-d'oeuvre peu qualifiée, faiblement rémunérée. L'étude de l'OCDE sur l'emploi (1994) conclut que l'augmentation des cotisations de sécurité sociale, du côté patronal comme du côté salarial, a contribué de manière significative à l'accroissement du chômage des travailleurs peu qualifiés depuis la fin des années 70. En raison du plafonnement des cotisations de sécurité sociale et de la résistance des salaires réels induite par les salaires minimum, l'augmentation des cotisations patronales pèse sur la demande de travail, en particulier pour les emplois peu rémunérés. Il va sans dire que la nécessité de relever les taux de cotisation (voir tableau 1) va encore assombrir les perspectives de création d'emplois. La hausse des cotisations va également réduire l'offre de travail en incitant les demandeurs d'emploi à rechercher un travail non déclaré ou à s'abstenir de travailler. Enfin, la solution qui consiste à relever l'âge de la retraite est manifestement en contradiction avec la nécessité de réduire l'incidence du chômage chez les jeunes qui se présentent sur le marché du travail.
- Les *performances économiques* de ces pays seront grandement contrariées s'il faut encore augmenter les taux de prélèvement pour rééquilibrer les engagements nets des régimes de retraites publics. Dans les pays où l'épargne placée dans les régimes par capitalisation est peu importante, l'accroissement des prélèvements de sécurité sociale va amputer de plus en plus largement les profits (ou les salaires). Les simulations effectuées par le Bureau central de planification néerlandais (voir Mortensen, 1993) montrent qu'avec les systèmes actuels de répartition, les pays de l'Union européenne (UE) devront porter les cotisations de 15 pour cent des salaires bruts en 1990 à 26 pour cent en 2040. Les pays vieillissants qui ont adopté un régime

de retraites par répartition seront pénalisés par rapport à ceux qui, grâce à la démographie ou à la capitalisation, imposent des charges sociales moins élevées aux entreprises.

Tableau 1. **Couverture des engagements nets des régimes de retraite publics**
en pourcentage du PIB de 1990

	Pour mémoire		Modifications à introduire		
	Engagements nets estimés (a)	Taux de cotisation en 1990	Taux de cotisation		Âge de la retraite (nombre d'années) (d)
			Systèmes de répartition (b)	Systèmes de capitalisation (c)	
États-Uni	43	5.9	4.4	1.1	4
Japon	200	5.7	6.8	4.3	9
Allemagne	160	6.6	6.2	3.6	11
France	216	9.2	5.5	4.0	8

Notes :

- (a) Engagements échus et futurs des régimes de retraite moins actifs existants et cotisations futures. L'estimation repose sur une série d'hypothèses qui touchent notamment le taux d'actualisation réel (4 pour cent), l'âge habituel de la retraite (60 ans), les droits à la retraite (40 années de cotisation pour une retraite complète), le taux de dépendance des personnes âgées (voir figure 1), et les ratios d'admissibilité, d'emploi et de transfert.
- (b) Augmentation maximum de la cotisation lorsque les paiements de pensions atteignent leur point maximum (dans la plupart des cas, autour de 2030).
- (c) Augmentation en une seule fois des cotisations à partir de 1990.
- (d) L'âge de référence du départ à la retraite est 60 ans.

Source : Van den Noord et Herd, 1993.

Les partisans du *statu quo* — c'est-à-dire de la prédominance des systèmes publics fondés sur la répartition — soutiennent que l'augmentation des taux d'activité, l'afflux des immigrants et les gains de productivité offriront une marge de manœuvre suffisante pour subvenir aux besoins des personnes âgées. Ils ont probablement tort. Certes, avec le chômage élevé qui sévit à l'heure actuelle, en particulier en Europe, il existe un réservoir très important de gens susceptibles de rentrer dans la vie active et de contribuer ainsi à alimenter les caisses de retraite. Cependant, il est difficile d'imaginer les modifications des systèmes actuels de répartition qui permettraient d'éviter les effets négatifs décrits plus

haut sur les créations d'emplois, surtout si ces systèmes restent financés par des prélèvements sur les salaires. L'immigration peut certainement contribuer à améliorer la pyramide des âges, mais il faudrait qu'elle soit massive pour compenser les tendances démographiques lourdes. En France par exemple, il faudrait accueillir un million d'immigrants par an pour combler les besoins de financement dus aux 300 000 personnes qui partiront chaque année à la retraite entre 2005 et 2020 (Kessler, 1993). Enfin, que peut-on raisonnablement attendre des futurs gains de productivité ? Il serait bien téméraire de prévoir quoi que ce soit dans ce domaine notoirement incertain de l'économie. En revanche, on peut sans trop se tromper prédire que nos enfants — même s'ils sont plus productifs et plus riches que nous ne le sommes aujourd'hui — ne seront sans doute pas disposés à accepter des prélèvements de l'ampleur requise sur leurs revenus (voir tableau 1). Ils essaieront de frauder ou d'éviter ces prélèvements, au besoin en émigrant, abandonnant les vieux à leur sort.

Dans les pays de l'Union européenne en particulier, le développement des régimes privés de retraite par capitalisation est difficile parce qu'il existe des régimes par répartition, obligatoires et généreux, qui représentent à l'heure actuelle environ 90 pour cent des prestations de base et des retraites complémentaires versées dans ces pays. En retardant l'indispensable réorganisation du système de retraites, on ne fait que compliquer l'inévitable effort de réforme puisque le vote des personnes âgées pèsera de plus en plus lourd dans les consultations électorales. Mais, pour protéger les finances publiques, l'emploi et les performances économiques², les spécialistes — tels que Mortensen (1993) et les experts de la Banque mondiale (1994) — sont unanimes à dire qu'il faut s'orienter, dès maintenant, vers un système de capitalisation.

Les fonds de retraite entièrement financés par capitalisation ne sont importants (en pourcentage des actifs financiers et du PIB) que dans quelques pays de l'OCDE : les États-Unis, le Royaume-Uni, les Pays-Bas et la Suisse (voir tableau 2). Pourtant, à la fin de 1992, les régimes de retraite par capitalisation dans la seule zone de l'OCDE contrôlaient déjà plus de 6 000 milliards de dollars d'actifs. Compte tenu des tendances démographiques propres à chaque pays et de l'évolution probable de la valeur des actifs et des cotisations, Danvanzo et Kautz (1992) prévoient que les avoirs des fonds de retraite des pays de l'OCDE progresseront à un taux annuel de plus de 10 pour cent. Ceux des fonds de retraite américains et britanniques devraient augmenter à un rythme plus lent en raison de leur relative maturité. Dans les pays de l'Europe continentale, où les régimes de retraite sont essentiellement fondés sur la répartition, et au Japon, où la population vieillit très rapidement, les actifs des fonds de retraite vont grossir plus vite. On peut donc prévoir que, d'ici à l'an 2000, les fonds de retraite des pays

Tableau 2. **Avoirs des fonds de retraite dans quelques pays de l'OCDE, 1992**

	Total (milliards de dollars)	Fonds privés (milliards de dollars)	Total en pourcentage du PIB	Actifs étrangers (en pourcentage du total)
1. États-Unis	3 315	2 265	56.4	4.6
2. Japon	728	362	19.8	8.2
3. Royaume-Uni	644	544	61.9	28.0
4. Pays-Bas	242	147	75.5	13.8
5. Canada	230	108	40.9	9.2
6. Suisse	188	125	78.2	7.7
7. Allemagne	114	85	6.4	4.3

Sources : InterSec Research Corp., London Representative Office, European Federation for Retirement Provision (tiré du *Guardian*, 5 octobre 1993). OCDE, *Principaux indicateurs économiques*, septembre 1993.

de l'OCDE auront à gérer des actifs d'une valeur supérieure à 12 000 milliards de dollars³. Les fonds de retraite auront une influence prépondérante sur les tendances de l'investissement et les flux de capitaux à travers le monde entier.

Les pressions démographiques et économiques vont non seulement favoriser une forte croissance des systèmes privés de retraite par capitalisation, mais elles vont aussi inciter les gestionnaires de ces fonds à rechercher des rendements aussi élevés que possible. Selon l'*European Federation for Retirement Provision*, toute augmentation de 1 pour cent du rendement des placements des fonds de retraite permet une diminution des charges patronales d'environ 2 à 3 pour cent de la masse salariale. La Banque mondiale (1994) estime que ces placements doivent avoir un taux de rendement réel supérieur de 2 à 3 points en pourcentage au taux de croissance des gains réels, si le taux de cotisation ne doit pas dépasser 15 pour cent pour assurer un revenu de remplacement égal à 40 pour cent du dernier salaire. La recherche de rendements élevés implique une diversification globale des actifs. Les gestionnaires des fonds de retraite pourraient recueillir les bénéfices de cette large diversification — une combinaison améliorée de risques et de rendement — en investissant sur les marchés des capitaux émergents des économies jeunes.

Les vieilles nations vont donc probablement miser sur les perspectives de croissance plus favorables de ces jeunes économies essentiellement en investissant sur les marchés boursiers. Les ressources des fonds de retraite sont relativement stables (du fait que la structure des engagements des régimes de retraites est elle-même stable). Si les jeunes nations avides de capitaux arrivent à supprimer les obstacles et les goulets d'étranglement, elles pourront compter sur les flux financiers à long terme, sources d'avantages micro-économiques (tels que le partage des risques et la réduction du coût du capital), sans avoir à supporter des coûts macro-économiques élevés (moindre autonomie monétaire en matière d'inflation et de taux de change réel). En se déplaçant des marchés matures vers les marchés émergents, les ressources des fonds de retraite pourront ainsi profiter à la fois aux jeunes nations et aux retraités des pays vieillissants.

Que faut-il faire pour que ce scénario se vérifie ? L'objet de cette analyse est de répertorier les mesures que les pays de l'OCDE et les pays extérieurs à cette zone peuvent prendre à cet effet. L'analyse présente d'abord les avantages mutuels que pourraient obtenir les pays de l'OCDE et les pays en développement si les fonds de retraite de l'OCDE déplaçaient une partie de leurs avoirs vers les marchés boursiers émergents. Ce déplacement aurait probablement pour effet d'accroître le rendement, ajusté en fonction des risques, des actifs de l'OCDE tout en fournissant aux pays receveurs des capitaux extérieurs relativement stables. Ensuite, seront identifiés les obstacles à une plus large diversification des actifs des fonds de retraite des pays de l'OCDE en direction des marchés émergents. Les obstacles les plus importants sont les règles de localisation que plusieurs pays de l'OCDE appliquent aux investissements des fonds de retraite et les craintes des investisseurs face aux risques d'illiquidité et de défaillance propres aux marchés émergents. Avant de formuler des suggestions sur les moyens de supprimer ces obstacles, on présentera un scénario de réorientation potentielle des actifs des fonds de retraite de l'OCDE vers les marchés financiers émergents.

II. Avantages mutuels de la mondialisation des placements des fonds de retraite

1. Avantages pour les pays vieillissants de l'OCDE

Rares sont ceux qui comprennent que les régimes de retraites par capitalisation eux-mêmes ne pourront échapper aux pressions démographiques si leurs avoirs restent investis exclusivement dans les économies vieillissantes. Cependant, contrairement aux systèmes de répartition, les régimes de retraite par capitalisation peuvent surmonter les problèmes démographiques en plaçant une importante

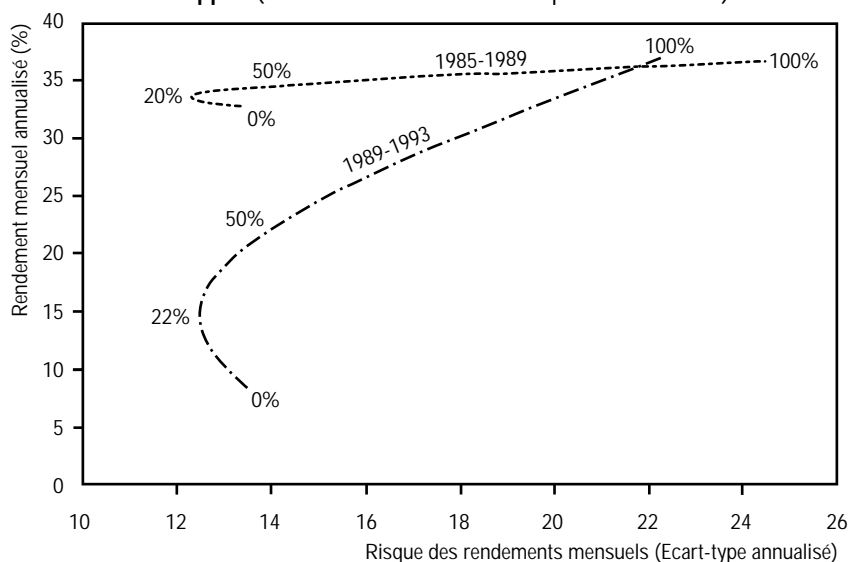
partie de leurs avoirs dans les économies jeunes. En revanche, les systèmes de répartition sont arrimés aux économies vieillissantes. Les placements opérés sur les marchés émergents permettront probablement d'augmenter le rendement moyen des portefeuilles aussi longtemps que la croissance du PIB des pays de l'OCDE demeurera sensiblement inférieure à celle d'un grand nombre d'autres pays. A long terme, les plus-values boursières ne peuvent excéder la croissance du PIB. En effet, le cours des actions ne peut pas augmenter plus vite que les dividendes qui leur donnent leur valeur, pas plus que les dividendes ne peuvent augmenter plus rapidement que les profits sur lesquels ils sont prélevés. De leur côté, les profits ne peuvent guère progresser plus fortement que l'économie, car cela signifierait que les actionnaires gagnent régulièrement aux dépens de quelqu'un d'autre. Le placement dans les pays en développement rapide offre donc de meilleures perspectives de rendement que dans les pays de l'OCDE à faible croissance, aussi longtemps que le marché n'est pas suffisamment efficient pour supprimer ces différences.

Pour tous les portefeuilles actuellement « sous-investis » en actifs étrangers (en pourcentage de la capitalisation mondiale des marchés des valeurs mobilières), il y a une possibilité d'aubaine : la diversification internationale permet, soit de réduire les risques en éliminant la volatilité non systémique sans sacrifier le rendement attendu, soit d'augmenter le rendement attendu pour un niveau donné de risques. On réduit les risques lorsque l'on investit sur des marchés relativement déconnectés du marché national de l'investisseur. La diversification internationale diminue le risque plus rapidement que la diversification domestique du fait qu'il existe une plus forte corrélation entre les titres domestiques, tous exposés aux chocs propres à un même pays. Un portefeuille international offre une certaine garantie contre les pertes provenant par exemple d'une hausse des salaires domestiques ou d'une détérioration des termes de l'échange du pays considéré.

Pour un fonds de retraite diversifié mondialement, l'investissement sur les marchés émergents permet d'améliorer grandement la combinaison risque-rendement. Ces marchés sont définis par la Société financière internationale (SFI) comme des marchés disposant d'un potentiel de croissance en taille et en complexité. La base de données de la SFI couvre maintenant 25 pays⁴ et plus de 1 400 sociétés. La capitalisation de ces marchés émergents a dépassé la barre des 1 600 milliards de dollars en 1993, ce qui représente 12 pour cent de la capitalisation mondiale, contre 4 pour cent en 1984. Les marchés boursiers émergents offrent désormais une catégorie d'actifs distincte aux investisseurs internationaux : la Malaisie, l'Afrique du Sud, la Corée et Taiwan figurent parmi les 15 premiers marchés en termes de capitalisation, loin devant beaucoup de marchés des pays de l'OCDE. Certes, comme l'ont montré les événements des

six premiers mois de 1994, ces marchés sont plus risqués en moyenne que ceux des pays développés. Mais ce qui importe pour l'investisseur soucieux de diversifier son portefeuille, ce n'est pas tant le risque systémique local que la contribution des marchés émergents au risque global de ce portefeuille. Pour les investisseurs internationaux, l'avantage le plus important de la diversification sur ces marchés a tenu dans le passé à la faible (et parfois même négative) corrélation entre les rendements qu'ils procuraient et ceux obtenus sur les marchés des pays développés (voir par exemple Divecha *et al.*, 1992). En revanche, les marchés financiers de l'OCDE sont déjà fortement intégrés, leurs rendements mensuels faisant apparaître des coefficients de corrélation de l'ordre de 50 à 90 pour cent. Pour les investisseurs, le grand problème est de savoir si les marchés boursiers d'Asie et d'Amérique latine resteront faiblement corrélés avec ceux des pays industrialisés (Mullin, 1993).

Figure 2 : Frontières efficaces : Indice composite de la SFI et marchés développés (% des sociétés SFI dans le portefeuille total)



Source: *Emerging Stock Markets Factbook*, 1990 et 1994, Société financière internationale.

La figure 2 semble indiquer que les avantages de la diversification liés aux placements en Asie et en Amérique latine ont subsisté malgré l'augmentation massive des entrées de capitaux que ces régions ont connue au début des

années 90. Elle illustre les possibilités de diversification pour deux périodes de cinq ans, la première allant de 1985 à 1989 (lorsque les investissements de portefeuille étaient faibles) et la seconde de 1989 à 1993 (période caractérisée par de très importants investissements de portefeuille sur les marchés émergents). On peut évaluer les avantages de diversification liés aux investissements sur ces marchés en calculant le risque et le rendement d'un portefeuille mondial lorsque l'on fait varier les proportions de l'indice composite de la SFI dans un portefeuille ne comportant initialement aucun de ces titres et uniquement composé de valeurs de pays développés, dont les parts respectives sont pondérées en fonction de la capitalisation des marchés de ces pays. Entre 1989 et 1993, un portefeuille placé passivement dans les seuls pays industriels aurait eu un rendement de l'ordre de 7.5 pour cent par an (rendements mensuels annualisés) avec un risque presque deux fois plus élevé (de l'ordre de 14 pour cent), mesuré par l'écart-type de ces rendements. En investissant jusqu'à 22 pour cent de son portefeuille sur les marchés émergents pendant cette période, l'investisseur du pays industriel aurait pu réduire (plutôt qu'accroître) ses risques de près de deux points de pourcentage. Il est à noter que la réduction de risque liée à l'investissement sur les marchés émergents aurait été un peu plus faible au cours de la période précédente (1985-89), lorsque les flux de capitaux vers ces marchés étaient encore modestes. Ce constat contredit l'hypothèse selon laquelle les entrées massives de capitaux dans les pays en développement au cours des années 90 ont eu pour effet d'accroître la corrélation entre les marchés des capitaux des pays de l'OCDE et ceux des pays en développement. Cela signifie que les avantages que procure la diversification des actifs des fonds de retraite des pays de l'OCDE sur les marchés émergents ont subsisté. Les différences entre marchés émergents et marchés des pays de l'OCDE concernant l'exposition aux chocs purement nationaux, le degré de maturité économique et l'harmonisation des politiques économiques, donnent à penser que la diversification permettra encore longtemps de profiter d'une aubaine. Ce n'est que lorsque la part des titres SFI dans le portefeuille global est supérieure à 22 pour cent que se vérifie la proposition selon laquelle on ne peut obtenir de rendements plus élevés qu'au prix d'une volatilité accrue.

Durant les deux périodes de cinq ans considérées sur la figure 2, la performance des marchés émergents a été supérieure à celle des marchés développés. Il apparaît donc qu'en misant sur les premiers, les investisseurs auraient non seulement réduit leurs risques mais aussi bénéficié d'un rendement annuel plus élevé. Par exemple, si la part des investissements sur les marchés émergents était passée de 0 à 22 pour cent, le rendement annualisé du portefeuille global serait passé de 7.5 à 15 pour cent.

2. Avantages pour les marchés émergents receveurs

Dans la mesure où le développement économique nécessite des entrées de capitaux permanents (par opposition aux capitaux temporaires) pendant une longue période, les fonds de retraite semblent un instrument particulièrement adapté. Contrairement aux fonds gérés (fonds communs de placement) et aux placements des investisseurs privés nationaux et étrangers, qui déplacent rapidement leurs avoirs à la recherche d'un rendement immédiat (Gooptu, 1993), les fonds de retraite (tout comme les compagnies d'assurances-vie) peuvent être considérés comme une catégorie d'agents financiers sensibles aux risques et intéressés par les placements à long terme. En règle générale, les fonds de retraite ne sont pas exposés à des retraits immédiats qui les obligeraient à liquider inopinément leurs actifs. En outre, contrairement aux fonds de placement monétaires et aux gérants de portefeuilles d'obligations, les fonds de retraite s'orientent essentiellement vers les placements en actions étrangères. Puisque la diversification des fonds de retraite favorise l'intégration des marchés boursiers plutôt que le couplage des taux d'intérêt, elle est d'un coût macro-économique peu élevé en termes de limitation de la souveraineté monétaire à court terme (Reisen et Williamson, 1994). Mais l'élément le plus important, c'est que les fonds de retraite représentent un énorme réservoir de ressources à long terme et qu'ils sont de ce fait particulièrement adaptés pour absorber et diluer les risques, et donc les réduire. Le coût du capital à risque se trouve ainsi abaissé, ce qui permet d'élever le niveau des prises de risque dans les pays en développement. Autrement dit, les placements des fonds de retraite peuvent stimuler l'investissement et la croissance.

L'avantage évident de marchés boursiers attractifs est d'accroître les placements privés de portefeuille. L'augmentation des placements étrangers en actions peut en outre renforcer la confiance dans les pays d'accueil et y favoriser le retour des capitaux expatriés. Si ces apports de capitaux ne viennent pas remplacer d'autres formes de financements extérieurs ou se substituer à l'épargne interne, ils permettront une augmentation de l'investissement domestique. De plus, ces flux de capitaux privés peuvent améliorer la composition et atténuer les risques des financements externes puisqu'ils ne créent pas de dette et imposent un moindre endettement aux pays bénéficiaires. En favorisant la répartition et l'absorption des risques, les placements en actions peuvent relever le niveau des prises de risques et provoquer ainsi des investissements supplémentaires. Enfin, le développement des marchés boursiers domestiques qu'autorisent les entrées de capitaux procure de nouvelles sources de financement aux entreprises disposant d'une présence internationale suffisante. Ces apports de capitaux peuvent encore être encouragés par la création de certificats de

dépôt étrangers qui seront placés sur les marchés étrangers (comme les certificats de dépôt américains)⁵. Cela permet non seulement d'obtenir des financements supplémentaires, mais également d'améliorer la réputation et d'élargir les bases de l'investisseur. La présence d'investisseurs étrangers sur les marchés émergents peut contribuer à réduire les coûts du capital pour les entreprises domestiques. Toutes choses égales par ailleurs, l'augmentation de la demande étrangère d'actions locales pousse les cours à la hausse, ce qui a pour effet de réduire le coût du capital, d'encourager les nouvelles émissions d'actions et de stimuler l'investissement.

Grâce à une sélection plus concurrentielle du contrôle des sociétés, la présence d'investisseurs étrangers sur le marché peut renforcer la rigueur de gestion de ces entreprises. En imposant un contrôle plus étroit de la politique d'investissement des sociétés par un suivi attentif de l'évolution du cours des actions et donc des possibilités de fusion et d'absorption qui en découlent, les investisseurs étrangers peuvent contribuer à accroître l'efficacité des investissements. En outre, des marchés boursiers ouverts peuvent avantageusement remplacer les financements extérieurs par voie d'emprunts des pays en développement, en réduisant la vulnérabilité des entreprises à la baisse des profits et à l'évolution des taux d'intérêt. Contrairement au service de la dette, les dividendes des actions ordinaires peuvent dans une certaine mesure être ajustés de façon discrétionnaire. Au niveau macro-économique, les pays en développement peuvent également réduire leur vulnérabilité à la hausse des taux d'intérêt en choisissant les financements par émission d'actions plutôt que le recours excessif à l'emprunt. Enfin, dans les pays en développement qui appliquent des programmes étendus de privatisation des entreprises publiques, un marché efficace est indispensable pour faciliter une évaluation correcte des actifs nationaux et la répartition de ces actifs entre capitaux locaux et étrangers.

Pour que le marché boursier remplisse son rôle d'allocation des ressources, il doit être efficace au niveau de l'information. L'hypothèse du marché efficace suppose que les prix des titres échangés sur les marchés évoluent comme s'ils reflétaient pleinement toute l'information disponible et réagissaient immédiatement et sans biais à une nouvelle information. Cornélius (1993) a récemment examiné l'hypothèse du marché efficace pour les six marchés émergents les plus importants et les plus actifs, à savoir l'Inde, la Corée, la Malaisie, le Mexique, Taiwan et la Thaïlande. Il a constaté qu'il était possible d'utiliser les variations de la masse monétaire pour améliorer les prévisions relatives à l'évolution du cours des actions, ce qui fournit un instrument utile à la spéculation. Ces conclusions laissent planer des doutes quant à l'aptitude de ces marchés émergents à drainer les ressources vers les secteurs les plus productifs de l'économie. Cornélius suppose que, dans la mesure où des réformes légales et institutionnelles permettraient

d'accroître la rapidité de diffusion de l'information, des gains supplémentaires d'efficacité dans l'allocation du capital seraient obtenus. Ce processus serait certainement renforcé si les investisseurs étrangers augmentaient leurs mises sur les marchés considérés.

Il est difficile d'évaluer dans quelle mesure la croissance des marchés boursiers des pays en développement peut améliorer l'efficacité du système financier et stimuler l'investissement. Certes, on observe une relation positive entre la croissance économique et le développement des marchés boursiers dans certains pays ; mais il n'est pas possible de dire si c'est l'essor des marchés boursiers qui favorise la croissance ou l'inverse. Quelles leçons peut-on tirer des marchés de titres et de la croissance économique des pays industriels ? L'analyse de la période 1970-85 montre que le réinvestissement des bénéfices a constitué la source de financement la plus importante bien qu'il y ait eu des différences sensibles dans les ratios d'autofinancement des pays industriels (Mayer, 1989). Les crédits bancaires ont été la principale forme de financement par emprunt, les nouvelles émissions d'actions jouant un rôle mineur, qui n'a cessé de diminuer, dans le financement de l'investissement. Dans aucun pays industriel, les sociétés n'ont levé un volume important de fonds sur les marchés des valeurs, encore que les petites et moyennes entreprises aient eu beaucoup plus recours au financement externe que les grandes. On pourrait en conclure que les marchés des valeurs mobilières ne contribuent que modestement au financement industriel et à la croissance économique.

Les informations rassemblées par la SFI sur les structures financières des sociétés de neuf pays en développement remettent cette conclusion en cause (Singh et Hand, 1992). Les observations de l'étude de la SFI révèlent des différences entre les modèles de financement des entreprises dans les pays en développement et les pays développés. D'abord, les bénéfices non distribués sont une source plus importante de financement dans les pays développés que dans les pays en développement. Les ratios d'autofinancement dans les pays en développement de l'échantillon n'atteignent jamais les moyennes observées dans les pays développés. Ensuite, les émissions d'actions occupent une plus grande place dans les structures financières des pays en développement que dans celles des pays développés. En outre, le financement par émission d'actions semble gagner du terrain dans les pays en développement alors qu'il en perd dans les pays développés. Ces constatations donnent à penser que des marchés des valeurs plus vastes, plus profonds et plus efficaces sont indispensables pour procurer aux entreprises les ressources dont elles ont besoin pour se développer.

Comme les différents compartiments des marchés financiers sont étroitement imbriqués, il est nécessaire, pour élargir et approfondir les marchés boursiers des pays en développement, d'adopter une approche globale qui embrasse l'ensemble du système financier. Par exemple, les intervenants sur les marchés des valeurs dépendent dans une très large mesure du crédit bancaire pour assurer la liquidité de ces marchés. Sur le marché primaire comme sur le second marché, les opérateurs ont besoin d'avoir accès à des lignes de crédit bancaires pour soutenir les cours immédiatement après l'émission initiale, conserver les titres qui n'ont pas été placés et gérer les retards de règlement ou les défaillances. La création d'un marché des titres dans une économie dont le secteur bancaire est fragile augmente donc excessivement le risque systémique. En outre, un marché actif de titres publics peut favoriser la création d'un marché des valeurs à revenu fixe et le développement d'un marché des actions fonctionnel. Enfin, une réforme plus vaste du système financier peut aussi donner naissance à de nouvelles catégories d'investisseurs institutionnels nationaux, tels que les fonds de retraite privés et les fonds communs de placement, susceptibles de créer une demande d'émissions de titres en tous genres pour leurs investissements préférés. Cette analyse montre que le développement des marchés des valeurs est complémentaire de celui des systèmes d'intermédiation bancaire et qu'il ne saurait s'y substituer comme le suggèrent souvent les études sur la question.

III. Obstacles aux placements mondiaux des fonds de retraite

1. Le biais des régimes de retraite en faveur des placements nationaux dans les pays de l'OCDE

Si l'on se reporte au tableau 2 (quatrième colonne), on constate que la plupart des fonds de retraite des pays de l'OCDE investissent peu à l'étranger. Même dans les fonds diversifiés qui ont opéré des placements à l'extérieur — comme ceux du Royaume-Uni, de l'Irlande et de la Belgique — la part des actifs étrangers reste très inférieure à ce que devrait être un portefeuille global répondant aux critères de la théorie des choix de portefeuille. Pourquoi les fonds de retraite des pays de l'OCDE n'ont-ils pas tiré parti de la réduction des risques permise par la diversification internationale⁶ et sont-ils restés si casaniers ?

Le tableau 3 montre que ce qui limite la diversification des actifs des fonds de retraite, en particulier dans la plupart des pays de l'Europe continentale, ce sont les règles de localisation et les obligations de couverture monétaire⁷ (règles qui obligent les fonds de retraite à aligner la composition monétaire de leurs actifs sur la composition de leurs engagements). Il n'y a qu'en Australie, en Irlande, au

Luxembourg, et maintenant en Espagne et au Royaume-Uni, que l'État n'impose aucune restriction aux placements à l'étranger. Aux Pays-Bas et aux États-Unis, les régimes de retraite non publics sont également libres d'investir où ils l'entendent (généralement, ils doivent se conformer à des règles de gestion de bon père de famille). Un autre groupe de pays impose des restrictions que l'on peut qualifier de « moyennes » ; il comprend entre autres le Canada, le Japon et la Suisse, dont les fonds de retraite ont tous des avoirs importants. En Allemagne et dans les pays scandinaves, l'acquisition d'actifs étrangers est soumise à des restrictions très rigoureuses, soit par l'imposition d'un plafonnement, soit par des obligations de couverture monétaire. Ces restrictions expliquent la faible proportion des actifs étrangers dans le portefeuille des fonds de retraite. L'expérience du Royaume-Uni, où les fonds de retraite représentaient déjà une

Tableau 3. Contraintes réglementaires sur les placements à l'étranger des fonds de retraite dans certains pays de l'OCDE, 1994

Niveau de restrictions	Pays	Plafonnement	Règles de couverture monétaire
1. Faible	Australie	Aucun	Aucune
	Irlande		
	Luxembourg		
	Pays-Bas (a)		
	Espagne		
	Royaume-Uni		
2. Moyen	États-Unis (a)		
	Belgique	Localisation en Belgique	Sans objet
	Canada (a)	20%	Aucune
	Japon	30%	80%
	Portugal	40% (UE seulement)	Aucune
	Suisse	30% (global) 25% (actions) 30% (titres de créance) 5% (immobilier) 20% (devises)	Aucune
3. Strict	Danemark	« Faible protection » 60% au minimum en emprunts domestiques	80%
	Finlande	5% (devises)	Aucune
	Allemagne	60%	100%
	Suède	5-10%	Aucune
	Norvège	0	Sans objet

Notes :

(a) Ne s'applique qu'aux fonds de retraite privés. La France et l'Italie ne sont pas incluses parce que les régimes privés de retraite par capitalisation sont pratiquement inexistantes.

Source : OCDE ; la classification par niveaux de restriction est fondée sur le jugement des auteurs.

part importante de l'épargne individuelle et du PIB au moment où les contrôles des mouvements des capitaux ont été supprimés en 1979, semble indiquer que les fonds de retraite diversifieront leurs placements à l'échelle mondiale lorsque les restrictions auront été levées (Reisen et Williamson, 1994). Libres de gérer leur portefeuille comme ils l'entendaient, les fonds de retraite britanniques ont investi presque exclusivement en actions étrangères, se désengageant du secteur immobilier et des obligations d'État à faible rendement. En 1985, la part des actifs étrangers dans ces fonds de retraite a atteint 15 pour cent contre 7 pour cent en 1979 ; en 1994, elle était de l'ordre de 30 pour cent.

On dit souvent que c'est avant tout par souci de prudence que les autorités sont amenées à réglementer les placements des fonds de retraite, tant à l'intérieur du territoire national qu'à l'extérieur. Dans certains pays, les investissements à l'étranger font l'objet d'une surveillance particulière en raison du caractère lacunaire des informations relatives aux entreprises et aux conditions financières locales, notamment celles qui concernent les règles d'émission des titres et les risques liés à la réglementation, aux transferts et à la solvabilité. Mais ces risques peuvent être pris en compte par le marché ; les restrictions qu'imposent les autorités nationales aux placements à l'extérieur répondent en fait à d'autres préoccupations. Celles-ci restent ignorées du public parce qu'elles s'apparentent beaucoup aux raisons plus classiques qui justifient les contrôles des mouvements de capitaux, officiellement abolis dans la plupart des pays de l'OCDE. Les autorités considèrent toujours les fonds de retraite :

- comme un marché captif qui permet d'absorber la dette de l'État ;
- comme un moyen de retenir l'épargne domestique à l'intérieur du pays ;
- comme un instrument de contrôle gouvernemental sur l'affectation d'importantes ressources financières, afin de les canaliser vers les banques en difficulté, des branches d'activités particulières et autres domaines « prioritaires ».

On retrouve aussi ce biais en faveur de l'investissement domestique dans les pays où les contraintes réglementaires ont été abandonnées. Les fonds de retraite ne cherchent pas seulement à maximiser les rendements ; ils s'efforcent aussi de préserver le pouvoir d'achat réel de leurs actifs. Certes, on a observé un peu partout des écarts par rapport à la parité des pouvoirs d'achat (PPP) sur le long terme, écarts essentiellement dus aux fluctuations des changes. Certains fonds de retraite s'efforcent d'établir une correspondance entre leurs risques de change et le pourcentage des importations qui entrent dans le panier de marchandises consommées par le retraité type. Dans ces conditions, les investisseurs des petits pays devraient détenir une part d'actifs étrangers plus importante que les

investisseurs des grands pays qui se suffisent davantage à eux-mêmes (et où la diversification interne permet par ailleurs de recueillir des bénéfices plus élevés que dans les petites économies monostructurées). Mais c'est ignorer que les risques de change sont en partie dilués dans un portefeuille correctement constitué, ou qu'ils peuvent être couverts.

Tableau 4. Part préconisée et part effective des actifs étrangers en pourcentage des actifs totaux des fonds de retraite, 1993

Pays	Portefeuille mondial (a)	Panier de consommation (b)	Part effective
États-Unis	63	14	8
Japon	76	9	9
Allemagne	96	34	5
Royaume-Uni	90	34	30

Notes :

(a) Pondération neutre des actions étrangères d'après l'indice mondial des valeurs mobilières de Morgan Stanley Capital International.

(b) Importations (CAF) en pourcentage de la consommation privée.

Sources : *The Economist* ; Fonds monétaire international ; InterSec Research Corp.

Le tableau 4 semble indiquer que les gestionnaires de fonds de retraite sont plus soucieux de maintenir le pouvoir d'achat de leurs actifs que de structurer leur portefeuille en fonction de la capitalisation mondiale des marchés boursiers comme le postule la théorie moderne du choix de portefeuille. Lorsque ces gestionnaires sont libres d'investir à leur guise, contrairement à ce qui se passe en Allemagne, la proportion de leurs actifs étrangers correspond à la part des importations nationales dans la consommation privée (comme au Royaume-Uni et au Japon) ou est proche de ce niveau (comme aux États-Unis).

En outre, lorsque la proportion des obligations (et des instruments de trésorerie) dans le portefeuille des fonds de retraite est importante, les risques liés aux investissements étrangers tendent à diminuer. Une analyse récente des directives internes qui régissent les placements des fonds de retraite australiens, néerlandais, suisses et britanniques, largement déréglementés, montre que leurs placements étrangers s'orientent vers les actions de préférence à l'immobilier et aux obligations (Coote, 1993). On ne saurait s'en étonner. A long terme, les actions ont une rentabilité réelle plus élevée que toute autre grande catégorie d'actifs. Les avantages de la diversification sont plus élevés avec les actions qu'avec

les obligations car la parité des taux d'intérêt se vérifie dans presque toutes les économies de l'OCDE alors que l'intégration des marchés boursiers est encore imparfaite⁸. Néanmoins, un certain nombre de facteurs militent en faveur des obligations (et par conséquent d'une réduction des risques sur investissements étrangers) :

- tout d'abord, la composition des actifs des fonds de retraite doit correspondre à la structure de leurs engagements. La définition des prestations de retraite (valeur nominale par opposition à valeur réelle, cotisations définies par opposition à prestations définies) et la structure des échéances des recettes sont donc des facteurs déterminants des investissements de portefeuille. Les fonds de retraite parvenus à maturité, en particulier s'ils courent un risque d'insolvabilité actuarielle, se détourneront des instruments qui impliquent un risque de change et des pertes potentielles de capital pour préférer les obligations domestiques. Plusieurs pays de l'OCDE incitent toutefois les fonds de retraite à la prudence dans la répartition de leurs actifs en instituant des règles comptables qui pénalisent les déficits temporaires et en imposant des restrictions à la détention d'actions ;
- ensuite, la très bonne tenue des taux de rentabilité réels des obligations et des prêts domestiques, que l'on observe par exemple en Allemagne et aux Pays-Bas (Davis, 1993), paraît justifier *a priori* une répartition prudente des actifs en faveur des obligations domestiques. Mais avec l'intégration croissante des marchés de capitaux, il est de plus en plus douteux que les obligations permettent d'obtenir un rendement élevé, correction faite de l'inflation, ce qui augmente le coût virtuel de la réglementation contraignant les fonds de retraite à placer leurs avoirs dans des valeurs domestiques à revenu fixe ;
- enfin, le système du *benchmark* (indicateur de référence qui permet de comparer les performances) utilisé par les gestionnaires de fonds de retraite peut fort bien contribuer à freiner leurs placements sur les marchés émergents. Dès lors que les marchés considérés sont sous-représentés ou non représentés dans le système de référence, les investissements effectués sur ces marchés vont entraîner des erreurs d'appréciation positives ou négatives. Les gestionnaires des fonds de retraite éviteront donc d'investir sur les marchés émergents car, en l'absence de références appropriées, ce type de placements représente un risque de détérioration pour leur cote personnelle aussi longtemps que les autres gestionnaires s'efforcent de respecter les références en vigueur.

Quels que soient les motifs qui poussent les gestionnaires des fonds de retraite à préférer les titres nationaux, cette préférence est très coûteuse. Seules des anticipations irraisonnées quant au niveau de rendement de ces titres domestiques peuvent éventuellement justifier leur prépondérance dans les portefeuilles. Tesar et Werner (1992) ont comparé la part des actifs à risque dans des portefeuilles réels avec ce qu'elle serait dans un portefeuille mondial pondéré ; ils ont constaté que les investisseurs portent toujours un jugement plus optimiste sur le rendement des titres du marché domestique que sur celui des placements à l'étranger. Les investisseurs allemands sont particulièrement optimistes puisqu'ils estiment que le rendement attendu des valeurs allemandes est supérieur de 420 points à ce qui ressortirait d'un portefeuille fondé sur le marché mondial ; c'est en effet le différentiel de rendement nécessaire pour justifier l'importance du biais observé en faveur des titres nationaux dans les portefeuilles de placements allemands.

2. Obstacles émanant des pays d'accueil

La préférence des fonds de retraite pour les titres nationaux que l'on observe dans beaucoup de pays de l'OCDE ne s'explique pas seulement par les réglementations en vigueur dans ces pays ; les obstacles dressés par les pays d'accueil sont un facteur au moins aussi important. Une enquête menée auprès des spécialistes et des opérateurs sur les marchés a révélé que, parmi les facteurs qui freinent les investissements institutionnels, les plus fréquemment cités sont le risque attribué à ces marchés, l'insuffisance d'informations et les problèmes d'illiquidité liés à l'étroitesse des marchés. Chose étonnante, les restrictions imposées par les pays d'accueil à l'entrée des capitaux ne semblent pas être un facteur crucial (Chuhan, 1994). Le tableau 5, qui compare les poids respectifs des régions sur le marché mondial et leur poids sur les marchés où les étrangers ont toute liberté d'investir (indice d'« investibilité ») confirme cette impression. Il montre que l'Amérique latine et d'autres régions émergentes sont plus ouvertes que l'Asie. Pourtant, c'est l'Asie qui a bénéficié de la plus grande masse de capitaux internationaux investis sur les marchés boursiers émergents en 1993 (pour un montant net total de 52 milliards de dollars).

Il y a pourtant des cas extrêmes où les restrictions officielles à l'entrée des capitaux peuvent tout simplement interdire tout investissement étranger. Certains pays sont encore complètement fermés à ce type d'investissement. Les restrictions à la prise de participation étrangère peuvent aussi consister à interdire certains secteurs à l'investissement étranger ou à limiter les prises de participation directes. L'investissement de portefeuille peut aussi être bridé par les mesures de contrôle des changes et des mouvements de capitaux, qui affectent les placements

Tableau 5. « Investibilité » des marchés boursiers et investissements étrangers de portefeuille, 1993
(parts en pourcentage)

	Poids des marchés boursiers		Part des investissements étrangers nets
	Poids global	Poids au regard de l'« investibilité »	
Asie	63.7	42.5	57.7
Amérique latine	31.1	48.8	38.4

Sources : SFI, *Emerging Market Factbook*, 1994 ; Baring Securities, "Cross Border Capital Flows", 1992/93 Review.

sur les marchés émergents et le rapatriement ultérieur des dividendes et du capital. Les discriminations fiscales peuvent également empêcher les étrangers d'investir. (La meilleure façon de démanteler les contrôles de capitaux est décrite dans une étude de Fischer et Reisen, 1993-1994.) Ces restrictions ne peuvent être que partiellement contournées. Au lieu d'investir directement, les étrangers peuvent placer leurs fonds en certificats de dépôt mondiaux (GDR) ou certificats de dépôt américains (ADR), qui sont négociés sur les principaux marchés boursiers, en particulier sur la place de New York. Ils peuvent aussi esquiver les restrictions en investissant sur d'autres marchés plus ouverts qui ont des liens étroits avec le pays choisi. Les investisseurs évitent les traitements fiscaux discriminatoires en passant par un pays qui a ratifié des traités fiscaux bilatéraux plus favorables. En règle générale toutefois, les restrictions imposées aux mouvements de capitaux ont été progressivement assouplies, et la libéralisation s'est accélérée dans les années 90. La tâche la plus difficile consiste à apaiser les craintes des investisseurs institutionnels à l'égard du risque de souveraineté et de l'illiquidité des marchés financiers.

Le risque découlant de la souveraineté d'un pays, qui reflète l'instabilité politique et économique d'un pays, est une source de préoccupation majeure pour tous les investisseurs et pas seulement les investisseurs institutionnels. Le risque englobe les menaces de nationalisation, d'expropriation, de contrôle des prix, des salaires et des changes, mais aussi les aléas sociopolitiques moins précis tels que ceux résultant d'une distribution très inégale des revenus ou de la faiblesse des institutions politiques. L'importance de la stabilité économique et politique, pour les entrées de capitaux étrangers, est soulignée par une série de tests empiriques préliminaires visant à identifier les facteurs qui déterminent l'aptitude des pays à exploiter les ressources des portefeuilles mondiaux (Walter,

1993). Ces tests montrent que la croissance et le volume des transactions sur les marchés émergents dépendent étroitement d'un ensemble de variables macro-économiques et politiques.

La plupart des investisseurs institutionnels craignent qu'une modification quelconque dans leur vaste portefeuille n'ait pour effet de modifier les prix en leur défaveur sur des marchés illiquides. Ce souci explique peut-être pourquoi les grands investisseurs institutionnels préfèrent parfois éviter les marchés des actions des petits pays à moins qu'ils ne décident « d'acheter pour garder ». En fait, l'illiquidité de certains marchés émergents peut être très importante, certaines valeurs ne faisant parfois l'objet d'aucune transaction durant des semaines entières. L'investisseur se trouve « coincé » et les échanges exécutés déclenchent des variations de prix extraordinaires. Ces phénomènes sont souvent attribués aux particularités des marchés émergents, à savoir leur étroitesse, leur forte concentration, le faible volume des transactions qui y sont effectuées, le petit nombre et la petite taille des sociétés cotées, et l'effectif restreint des opérateurs actifs. Certes, ce sont des caractéristiques propres aux marchés boursiers de création récente ; mais il existe quand même un certain nombre de marchés émergents où le ratio de *turnover* (le rapport des valeurs échangées à la capitalisation) est comparable à celui des marchés matures et où le taux de concentration (la part de la capitalisation du marché détenue par les dix plus grandes sociétés) n'est pas plus élevé que dans la moyenne des marchés développés. En outre, le nombre de sociétés domestiques cotées sur les marchés émergents s'est accru, en particulier dans les pays qui ont mis en oeuvre d'importants programmes de privatisation. Cependant, la capitalisation de beaucoup de marchés émergents demeure modeste par rapport au PIB des pays concernés.

Sur les petits marchés caractérisés par un faible nombre de transactions par unité de temps, les prix des actifs sont en général plus volatiles. La volatilité d'un marché spéculatif peut à son tour réagir sur sa taille, en ce sens que le risque élevé de liquidation résultant de la grande instabilité des prix peut inciter les investisseurs potentiels à s'abstenir d'entrer sur le marché (Pagano, 1989).

Parmi les autres imperfections qui ont une influence déterminante sur le comportement des investisseurs, il faut citer le coût élevé de l'information, l'insuffisante communication des prix, l'absence de systèmes efficaces de compensation et de règlement au niveau local, les droits de timbre, l'importance des commissions fixes, le manque de transparence du marché et l'absence de techniques de couverture. Le moyen le plus important d'encourager les investisseurs étrangers est peut-être la mise en place d'un système d'information approprié. Mais les sources d'informations précises fiables et honnêtes, accessibles au public, sont encore rares dans la plupart des pays en développement. Le manque

d'information, l'absence de normes comptables adéquates et les difficultés qu'ont les investisseurs à obtenir des bilans et des comptes de résultats constituent sans doute les principaux obstacles à l'essor des marchés de capitaux, même dans les pays en développement les plus avancés.

Une dernière série de barrières aux entrées de capitaux privés résulte du cadre légal et réglementaire et des dispositifs de contrôle, qui pèchent par leur insuffisance sur nombre de marchés émergents. Le cadre légal devrait assurer la protection des droits de propriété ou l'exécution des contrats, ce qui est particulièrement important pour les marchés financiers. Étant donné le caractère intertemporel des échanges, l'existence même des marchés des valeurs dépend des règles qui protègent les droits des débiteurs et des actionnaires et de la possibilité pour les individus de s'approprier et de céder ces droits. La législation peut aussi favoriser de façon plus spécifique le développement des marchés de capitaux en définissant des sanctions et en les faisant appliquer en cas de fraude. Des poursuites judiciaires effectives pour les infractions à la législation boursière renforcent la confiance des opérateurs et encouragent la participation des investisseurs étrangers.

Les investisseurs institutionnels déplorent souvent l'absence d'un ensemble de règles et de contrôles permettant de protéger les investisseurs, de conforter la confiance du public et de garantir la discipline du marché. Dans les pays à faible revenu en particulier (CNUCED, 1983), on note l'absence d'éléments tels que :

- les règles prudentielles qui régissent les fonds propres (conformément aux principes admis au plan international), la sécurité des titres, les rapports financiers des intermédiaires ainsi que le dispositif de surveillance et d'application de ces règles ;
- les mesures destinées à protéger les investisseurs contre les manipulations du marché et le manque de transparence, y compris la divulgation de l'information, la clarté des relations contractuelles et la responsabilité fiduciaire stricte ;
- les règles d'organisation qui régissent la création et le fonctionnement de la bourse, des chambres de compensation et des systèmes d'information du marché, sur la base des principes qui gouvernent les marchés privés (tels que les bourses de valeurs).

IV. Perspectives de placement des fonds de retraite sur les marchés émergents

L'année 1993 restera peut-être dans les annales comme l'année où les fonds de retraite des pays de l'OCDE ont commencé à diversifier sérieusement leurs placements sur ce qu'il est convenu d'appeler les marchés émergents. A la fin de 1992, les fonds de retraite avaient placé sur ces marchés moins de 0.2 pour cent de leurs avoirs (Chuhan, 1994). Or, selon les premiers éléments d'une étude entreprise par les bureaux d'études Greenwich Associates et InterSec Research, les fonds de retraite britanniques avaient porté leur part d'investissement sur ces marchés à 2.0 pour cent à la fin de 1993 et les fonds de retraite américains avaient porté la leur à 0.7 pour cent. Il est probable que cette toute nouvelle tendance va se poursuivre pendant un certain temps.

Tableau 6. Scénario d'investissement d'un fonds de retraite

Année	1992 (a)		2000 (b)	
	milliards de dollars	(%)	milliards de dollars	(%)
Actifs totaux des fonds de retraite OCDE	5 750	(100.0)	12 000	(100.0)
Investis sur les marchés émergents	12	(0.20)	353	(2.9)
dont :				
Asie	6	(0.10)	235	(2.0)
Amérique latine	4	(0.07)	101	(0.8)

Notes :

- (a) Les estimations relatives aux actifs des fonds de retraite OCDE sont tirées d'InterSec Research Corp. La part des actifs investis sur les marchés émergents est fondée sur l'étude de Chuhan (1994). La répartition entre Asie, Amérique latine et autres marchés émergents est fondée sur l'hypothèse d'une pondération neutre des investissements sur les marchés émergents conformément à l'indice composite global de la SFI pour 1992.
- (b) Les estimations des actifs totaux des fonds de retraite OCDE s'appuient sur l'étude de Davanzo et Kantz (1992). La part des investissements sur les marchés émergents et la répartition de ces investissements entre ces marchés reposent sur les hypothèses que (a) 20 pour cent des actifs sont détenus à l'étranger et (b) la pondération des actifs étrangers est neutre. La pondération des capitalisations des marchés boursiers que cela implique pour l'an 2000 est calculée à partir de prévisions sur échantillon fondées sur des régressions linéaires (méthode des MCO) pour les parts des marchés émergents durant la période 1980-93, d'après divers numéros du *Emerging Stock Market Factbook*, de la SFI.

Le tableau 6 permet de comparer le volume modeste des investissements des fonds de retraite des pays de l'OCDE sur les marchés émergents en 1992 aux estimations des placements potentiels en l'an 2000. Bien que l'écart entre les deux séries de chiffres soit frappant, il est important de souligner que les estimations présentées reposent sur des hypothèses raisonnablement prudentes.

En premier lieu, les observateurs s'accordent à penser que les actifs des fonds de retraite des pays de l'OCDE vont augmenter rapidement ; le chiffre de 12 000 milliards de dollars avancé par Davanzo et Kantz (1992) concorde avec d'autres prévisions. En second lieu, notre scénario admet par hypothèse que la diversification mondiale des fonds de retraite des pays de l'OCDE portera la part des actifs détenus à l'étranger à 20 pour cent en moyenne, soit 2 400 milliards de dollars. Finalement, nous supposons que la répartition de ces actifs sera pondérée en fonction des parts des pays dans la capitalisation mondiale des marchés boursiers. D'après les tendances enregistrées durant la période 1980-93, nous prévoyons que la part des marchés émergents dans la capitalisation mondiale des marchés boursiers atteindra 14.7 pour cent d'ici à l'an 2000 contre 11.9 pour cent en 1993. Une pondération neutre impliquerait que les fonds de retraite des pays de l'OCDE investissent 2.9 pour cent de leurs actifs, soit 353 milliards de dollars sur les marchés émergents. Là encore, sur la base des tendances observées sur la période 1980-93, nous estimons que la capitalisation des marchés boursiers émergents devrait atteindre 8 200 milliards de dollars d'ici à l'an 2000. Les 353 milliards qui devraient être investis par les fonds de retraite des pays de l'OCDE représenteraient donc environ 4 pour cent de la capitalisation des marchés émergents.

Sur la base des hypothèses ci-dessus, nous prévoyons que l'Asie, grâce en particulier à l'essor des marchés boursiers de la Chine et de l'Inde, attirera la majeure partie des investissements des fonds de retraite des pays de l'OCDE sur ces marchés émergents, soit 2.0 pour cent de leurs actifs totaux (235 milliards de dollars). L'Amérique latine recevrait 0.8 pour cent de ces placements (environ 100 milliards de dollars) et les autres marchés émergents, 0.1 pour cent (17 milliards de dollars).

Si notre scénario se vérifiait, c'est-à-dire si les placements des fonds de retraite des pays de l'OCDE atteignent le niveau prévu, les transferts nets de capitaux entre les pays de l'OCDE et les marchés émergents atteindraient 40 milliards de dollars par an. Mais pour que ce scénario ait des chances de se réaliser, deux hypothèses importantes devraient impérativement être vérifiées : d'une part, il faudrait que la diversification mondiale des fonds de retraite des pays de l'OCDE se poursuive pour que la part des actifs étrangers atteigne la barre des

20 pour cent qui a été retenue ; il faudrait, d'autre part, que la composition de ces actifs étrangers corresponde à une pondération neutre au lieu d'être concentrée dans les pays de l'OCDE.

Suivant les exemples encourageants du Chili, de Singapour, de la Malaisie et de la Corée, de plus en plus de pays en développement créent leurs propres régimes de retraite par capitalisation. Pour protéger les retraités contre les risques spécifiques à un pays, les fonds des pays en développement vont investir de plus en plus leurs avoirs à l'étranger. De ce fait, les actifs étrangers nets afférents aux fonds de retraite seront moins importants que ne l'indiquent les montants bruts figurant au tableau 6 et, par conséquent, les transferts nets de capitaux du nord vers le sud le seront aussi. En situation d'équilibre (une fois éliminé le biais des fonds de retraite en faveur des actifs nationaux), les flux nets de capitaux issus des fonds de retraite en direction des pays en développement seront réduits du fait que les avoirs de leurs propres fonds de retraite croîtront plus rapidement et seront stimulés par la croissance relative de la capitalisation de leurs marchés boursiers.

V. Rôle des autorités

Le vieillissement rapide de la population dans les pays riches devrait normalement favoriser l'essor des régimes de retraite par capitalisation et inciter les gestionnaires des fonds de retraite à rechercher les placements le plus rentables possible. S'ils veulent obtenir des rendements élevés, ils devront adopter une politique de diversification mondiale. Celle-ci peut être très payante — en permettant à la fois de réduire les risques et d'améliorer les rendements — s'ils investissent sur les marchés financiers émergents des économies jeunes. Les pays en développement pourraient donc bénéficier d'apports massifs de capitaux issus des fonds de retraite des pays de l'OCDE, ce qui permettrait à la fois de satisfaire les besoins financiers des jeunes économies bénéficiaires et de procurer aux pays riches et vieillissants de l'OCDE les rendements élevés qu'ils recherchent.

Pour concrétiser les avantages mutuels découlant du déplacement des actifs des fonds de retraite des pays de l'OCDE vers les marchés émergents, les autorités nationales devront supprimer d'importants obstacles, concernant à la fois la réglementation et les marchés. La grande difficulté pour les pays de l'OCDE est de libérer les actifs des fonds de retraite pour qu'ils puissent rechercher le meilleur rapport risque-rendement. Le biais coûteux en faveur des actifs nationaux imposé aux fonds de retraite des pays de l'OCDE ne pourra être corrigé que lorsque les autorités nationales, en particulier dans la plupart des pays de l'Europe

continentale, supprimeront les règles de localisation de couverture monétaire. Il serait bon à cet effet de soumettre les fonds de retraite et les compagnies d'assurances-vie à la discipline des codes de libéralisation de l'OCDE. Les gestionnaires des fonds de retraite devraient militer vigoureusement en faveur de la déréglementation des placements et en particulier de la suppression des mesures les empêchant d'investir dans les pays où les tendances démographiques sont plus favorables que dans leur propre pays. Ils devraient affecter une part plus importante de leur portefeuille à des placements sur les marchés émergents en s'intéressant plus spécialement aux marchés où la faiblesse du rapport prix-gain révèle des opportunités inexploitées. Cela exigera une représentation correcte des marchés financiers émergents dans les indicateurs de performance relatifs à l'activité considérée.

Le problème pour les dirigeants des jeunes nations est de réformer la législation et les marchés afin d'apaiser les craintes que nourrissent les investisseurs institutionnels au sujet des risques de souveraineté et de la liquidité des marchés boursiers. Le plus difficile semble être précisément de rassurer les investisseurs institutionnels sur ces deux points. L'ouverture sur l'extérieur est, pour les jeunes nations, le meilleur moyen de prouver de façon convaincante qu'elles sont bien décidées à respecter de façon permanente les droits de propriété. Durant les années 80, c'est la crainte de ne plus pouvoir profiter des avantages de l'intégration commerciale qui a empêché les pays lourdement endettés de se déclarer en cessation de paiement.

Les responsables des jeunes nations doivent aussi s'efforcer de développer leurs marchés boursiers afin d'apaiser les craintes des investisseurs institutionnels au sujet de l'illiquidité de ces marchés. Il est difficile — au moins dans l'immédiat — d'inciter les sociétés déjà cotées en bourse à procéder à de nouvelles émissions d'actions ou d'inciter les entreprises à introduire leur titres en bourse. L'examen de la fiscalité applicable au financement par augmentation de capital peut amener les autorités à prendre des mesures pour réduire le coût des émissions d'actions et supprimer les distorsions (telles que les bonifications de taux d'intérêt et les garanties contre les risques de change) qui rendent le recours à l'emprunt plus intéressant qu'une nouvelle émission d'actions. De même qu'un marché boursier plus actif peut inciter les sociétés à émettre davantage d'actions, de même la réduction des impôts sur les plus-values et les mesures destinées à éviter leur double imposition peuvent accroître l'attrait des achats et par conséquent des émissions d'actions.

La privatisation des entreprises publiques et l'introduction en bourse d'entreprises privées constituent d'importantes sources d'émissions d'actions. La privatisation des entreprises publiques a en fait été la principale source d'émission

d'actions au cours des dernières années, en particulier en Amérique latine, et plus récemment dans les pays d'Europe centrale et orientale. Dans beaucoup de pays en développement, les possibilités de privatisations sont loin d'être épuisées. Avec l'entrée en bourse d'un nombre plus grand de sociétés et la création d'un actionnariat populaire, les marchés boursiers gagneront en profondeur et en ampleur et deviendront aussi plus attirants pour les investisseurs étrangers. Sur un marché très actif où les cours sont sensiblement supérieurs à la valeur comptable des titres, il devrait aussi être plus facile de persuader les entreprises familiales d'émettre des actions bien qu'il faille mettre cet avantage en balance avec la perte d'autonomie de gestion et ses conséquences sur le revenu imposable.

Si les entreprises lèvent des fonds au moyen d'émissions sur le marché primaire, le développement du second marché est également important. Plus ce second marché est liquide et plus les opérateurs disposent d'informations, plus efficace sera le processus de communication des prix des titres d'une entreprise. Un second marché liquide permet aussi d'élargir la gamme des investisseurs potentiels sur le marché primaire en améliorant le rôle de transformation du marché.

Les investisseurs institutionnels nationaux jouent un rôle très important dans le développement des marchés de capitaux en diffusant des informations, en améliorant la liquidité du marché, en abaissant les coûts de transactions, en facilitant la participation des petits porteurs, en aidant les entreprises à augmenter leur capital, en rendant les privatisations possibles, en participant au contrôle des entreprises et en attirant les investisseurs étrangers. Ils accroissent ainsi l'offre de ressources à long terme, insuffisante dans la plupart des pays en développement, aussi bien en facilitant la privatisation des entreprises publiques qu'en favorisant une plus grande dispersion de la propriété du capital. L'accumulation progressive des fonds de retraite privés encourage l'essor des marchés de capitaux et l'instauration du cadre réglementaire indispensable.

Notes

1. Les auteurs tiennent à remercier M. Guillermo Larraín pour le travail de recherche qu'il a effectué pour cette analyse. Bernhard Fischer est Directeur du Département de l'économie du développement à l'Institut HWWA de Hambourg ; Helmut Reisen est Chef du Programme de recherche au Centre de Développement de l'OCDE. Cette note est en partie tirée d'une étude réalisée par M. Reisen en 1994.
2. Le passage d'un système de répartition à un système de capitalisation implique une augmentation de l'épargne institutionnelle à long terme. Il aura des effets positifs, mais plus controversés, tels que le renforcement des marchés domestiques de titres, une meilleure allocation du capital, des possibilités de financements à long terme non inflationnistes de l'investissement, un rendement plus faible des actions et une baisse des taux d'intérêt (Davis, 1993 et Kessler, 1993).
3. Cette évaluation est conforme à une estimation récente (non spécifiée) d'InterSec Research Corp., un cabinet américain de conseil en systèmes de retraites, qui prévoit que les actifs des régimes de retraites des pays riches atteindront 9 800 milliards de dollars d'ici à 1998 (voir le *Herald Tribune*, 24-25 septembre 1994).
4. En Amérique latine : l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique, le Pérou, le Venezuela ; en Asie : la Chine, l'Inde, l'Indonésie, la Corée, la Malaisie, le Pakistan, les Philippines, le Sri Lanka, Taiwan, la Thaïlande ; en Europe/Moyen Orient/Afrique : la Grèce, la Hongrie, la Jordanie, le Nigeria, la Pologne, le Portugal, la Turquie et le Zimbabwe.
5. Il ne faut toutefois pas oublier que les certificats de dépôt étrangers présentent deux inconvénients. Premièrement, du point de vue d'un investisseur mondial, les placements dans ce type de titres sont moins intéressants que des investissements directs sur les marchés boursiers émergents dans la mesure où les rendements des certificats de dépôt sont plus étroitement corrélés à ceux des marchés boursiers de l'OCDE. Deuxièmement, les certificats de dépôt étrangers ne contribuent pas directement au développement des marchés boursiers émergents.
6. Les données préliminaires pour 1993 semblent toutefois indiquer que les fonds de retraite ont résolument franchi les frontières ; dans cette seule année par exemple, la part des actifs étrangers dans les fonds de retraite des États-Unis est passée de 4.6 à 8.0 pour cent.
7. En général, les compagnies d'assurances-vie sont soumises à des contraintes réglementaires très semblables (et parfois même plus strictes dans certains pays) à celles des fonds de retraite (voir tableau 3).

8. Il est vrai que la diversification internationale devrait concerner à la fois les actions et les obligations. Les portefeuilles efficients constitués exclusivement d'actions comportent un risque plus élevé pour le même rendement que les portefeuilles efficients qui comprennent à la fois des actions et des obligations (Solnik et Noetzlin, 1982).

Bibliographie

- AHMED, M. and S. GOOPTU (1993), "Portfolio Investment Flows to Developing Countries", *Finance and Development*, March, pp. 9-12.
- CHUHAN, P. (1994), "Are Institutional Investors an Important Source of Portfolio Investment in Emerging Markets?", *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 1243, Washington, D.C.
- CLAESSENS, S. and M.W. RHEE (1994), "The Effects of Barriers on Equity Investment in Developing Countries", *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 1263, Washington, D.C.
- COOTE, R. (1993), "Self-Regulation of Foreign Investment by Institutional Investors", OECD/DAFFE/INV(93)18, ronéotypé.
- CORNELIUS, P. (1993), "A Note on the Informational Efficiency of Emerging Stock Markets", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 129, No. 4, pp. 820-828.
- DAVANZO, L. and L.B. KAUTZ (1992), "Toward a Global Pension Market", *The Journal of Portfolio Management*, Summer, pp. 77-85.
- DAVIS, E.P. (1993), "The Structure, Regulation, and Performance of Pension Funds in Nine Industrial Countries", *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 1229, Washington, D.C.
- DIVECHA, A., J. DRACH and D. STEFEK (1992), "Emerging Markets: A Quantitative Perspective", *The Journal of Portfolio Management*, Autumn, pp. 41-50.
- FISCHER, B. et H. REISEN (1993), *Libéralisation des mouvements de capitaux dans les pays en développement : pièges, exigences et perspectives*, Études du Centre de Développement de l'OCDE, Paris.
- FISCHER, B. and H. REISEN (1994), "Financial Opening. Why, How, When", *Occasional Papers*, No. 55, International Center for Economic Growth, San Francisco.
- GOOPTU, S. (1993), "Portfolio Investment Flows to Emerging Markets", WPS 1117, The World Bank, Washington, D.C.
- HAGEMANN, R.P. and G. NICOLETTI (1989), "Population Ageing: Economic Effects and Some Policy Implications for Financing Public Pensions", *OECD Economic Studies*, No. 12, Spring, pp. 51-96.
- INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (IFC) (1994), *Emerging Stock Markets Factbook 1994*, Washington, D.C.

- KESSLER, D. (1993), « Retraites en Europe : quel avenir ? », *Risques*, No. 15, juillet-septembre, Paris.
- MAYER, C. (1989), “Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development”, in R. Glenn Hubbard (ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, Chicago.
- MORTENSEN, J. (1993), “Financing Retirement in Europe”, *CEPS Working Party Report*, No. 9, Brussels.
- MULLIN, J. (1993), “Emerging Equity Markets in the Global Economy”, *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, Summer, pp. 54-83.
- OCDE (1994), *L'Étude de l'OCDE sur l'emploi : faits, analyse, stratégies*, Paris.
- PAGANO, M. (1989), “Endogenous Market Thinness and Stock Price Volatility”, in *Review of Economic Studies*, Vol. 56, pp. 613-622.
- REISEN, H. (1994), “On the Wealth of Nations and Retirees”, in R. O'Brien (ed.), *Finance and the International Economy: 8*, The AMEX Bank Review Prize Essays, Oxford University Press, Oxford, pp. 86-107.
- REISEN, H. and J. WILLIAMSON (1994), *Pension Funds, Capital Controls, and Macroeconomic Stability*, OECD Development Centre Technical Paper No. 98, Paris.
- SINGH, A. and J. HAMID (1992), “Corporate Financial Structures in Developing Countries”, *IFC Technical Paper*, No. 1, Washington, D.C.
- SOLNIK, B. and B. NOETZLIN (1982), “Optimal Asset Allocation”, *Journal of Portfolio Management*, Autumn, pp. 11-21.
- STURM, P. (1992), “Population Ageing and Old-Age Income Maintenance: Basic Facts and Problems”, in J. Mortensen (ed.), *The Future of Pensions in the European Community*, Centre for European Policy Studies, Brussels.
- TESAR, L. and I. WERNER (1992), “Home Bias and the Globalisation of Securities Markets”, *NBER Working Paper* No. 4218, Cambridge, Ma.
- UNCTAD (1993), *Foreign Portfolio Equity Investment and New Financing Mechanisms in Developing Countries: Current Issues and Prospects*, Report by the UNCTAD Secretariat (TD/B/WG.1/11), Geneva.
- VAN DEN NOORD, P. and R. HERD (1993), *Pension Liabilities in the Seven Major Economies*, OECD Economics Department Working Papers No. 142, OECD, Paris.
- WALTER, I. (1993), “Emerging Equity Markets. Tapping into Global Investment Flows”, in *ASEAN Economic Bulletin*, Vol. 10, No. 1, pp. 1-18.
- WORLD BANK (1994), *Averting the Old Age Crisis: Policy Options for a Greying World*, A World Bank Policy Research Report, Washington, D.C.