

L'ANALYSE FINANCIÈRE ET LES PARADOXES DU MARCHÉ DE CAPITAL

Eduard Mădălin DINU

Academie d'Etudes Economiques de Bucarest, Roumanie

FINANCIAL ANALYSIS AND THE PARADOXES
OF THE STOCK EXCHANGE MARKET

ABSTRACT

“October is not a very good month for stock market. Nor November and December. Other bad months for investing capital in shares are: January, February... and all the others”, used to say an old quote about Wall Street. The emerging markets have always been a mined ground from a capital market view. This is about China, India which are the countries mostly involved in the new economic age, but also Romania. The emerging markets are known for spectacular revenues, but this is not the name of the game. The greater revenues seem to be, the greater are the risks to lose the same amount of capital. Everybody searches the best way to make money on the stock exchange market. Which is the best way, it is hard to say. Even financial analysis is proved to be riskier than common inspiration, sometime. And this is in respect with the paradoxes of the market, where shares don't always follow the economy reality. The present research aims towards two main objectives: the international investment on the emerging capital markets; the uncertainty on the capital market. The research results have shown that the investors who have traded on the capital markets should identify and apply those strategies in order to minimize the unwanted consequences of the uncertainty resorting to “the gradual or continue optimization” or to “the good enough strategy”.

✂ Emerging markets, incertitude, capital markets, financial analysis, decision

INTRODUCTION

Le développement des marchés de capital des pays émergents est dû à la libéralisation, à la basse inflation, aux prix élevés des marchandises et aux taux bas des intérêts. La libéralisation qui a eu lieu les dernières années en Chine a été très importante pour la transformation de ce pays dans un des favoris pour les portefeuilles des fonds d'investissements étrangers, l'évolution économique accélérée jouant un rôle important pour l'appréciation du marché de capital de Chine. Le listage à l'étranger, la privatisation des grandes sociétés détenues par l'Etat et la permission d'un certain accès des investisseurs étrangers sur le marché ont déterminé la libéralisation de Chine. L'accès des investissements étrangers sur les marchés de capital de Chine a eu lieu à la fin des années 1990 par l'intermédiaire de la bourse de Hong Kong. Pour les investisseurs institutionnels financiers qualifiés, le programme est entré en application en 2002, à présent étant dans une évolution continue. Un autre marché qui se développe avec rapidité est l'Inde, qui a déterminé ses politiques de libéralisation au début des années 1990. Leurs résultats ont été évidents les dernières années quand les investisseurs étrangers sont devenus intéressés à ce marché et ils y ont fait des investissements.

Les dernières cinq années, le marché de capital a évolué aussi en Roumanie et elle a dépassé certains marchés émergents comme Brésil, Russie, Chine ou Egypte. Conformément aux données de l'Agence internationale d'évaluation des risques financiers Standard&Poor's (S&P), le marché de capital de Roumanie a enregistré une évolution annuelle de 69,7% dans la période 2002-2006, en dépassant la moyenne de 36,2% enregistrée par l'indice de frontière de S&P. L'indice de frontière est formé de 22 pays, dont font partie aussi Roumanie, Bangladesh, La Côte-d'Ivoire, Ecuador, Estonie, Kenya, Lettonie, Lituanie, Ukraine, Slovaquie, Bulgarie et Maurice. Pour la période de cinq années, c'est-à-dire dans la période 2002-2006, Roumanie a enregistré le plus grand rendement sur le marché de capital, tandis que les autres pays ont enregistré des profits de plus de 60% comme a été le cas de Bulgarie, Kenya et Ukraine.

En 2006, l'avance du marché de capital a été de 56,2%, c'est-à-dire supérieure à l'indice de frontière de S&P qui a été de 35,9%. D'autre part, Kenya, Botswana, Croatie et Slovénie, qui font partie de l'indice S&P, ont dépassé Roumanie en ce qui concerne le profit enregistré en 2006. Ainsi, le profit du marché de capital de Kenya a été de 64,9% en 2006, celui de Botswana de 62,2%, celui de Croatie – 87,2% et de Slovénie – 76,7%.

Conformément aux informations S&P, les marchés de capital les plus performants les dernières cinq années ont été l'Egypte avec une croissance moyenne annuelle du marché de 68,5%, la Tchéquie – 54,3%, la Russie – 50,3% et Pérou – 47,3%. Ainsi Roumanie a dépassé par l'évolution des dernières cinq années les marchés de capital des pays émergents «consacrés», comme Russie, Inde, Chine ou Le Brésil.

Les derniers trois pays ont enregistré des croissances «considérables» dans la période 2002-2006, entre 28,4% et 38%, conformément au rapport de l'agence d'évaluation des risques financiers.

1. LES AVANTAGES DES INVESTISSEMENTS INTERNATIONAUX SUR LES MARCHÉS DE CAPITAL ÉMERGENTS

Les dernières années les investisseurs internationaux se sont orientés vers les marchés émergents, leurs performances en termes risque – profit étant, en général, supérieures à celles enregistrées sur les marchés financiers développés. Parmi les arguments de cette affirmation on peut mentionner (Zoicas-Ienciu, 2006: 14):

1. Les marchés émergents dépassent, en ce qui concerne la performance, les pays consacrés, bien que aucune tendance de croissance n'évolue pas de manière continue, sans exister des périodes de modifications aussi, mais on doit préciser que celles-ci sont, d'habitude, dépassées dans une courte période, en créant de nouvelles appréciations;
2. D'habitude, les corrélations des marchés émergents avec les marchés développés sont réduites, cela mettant en évidence que les modifications de ces marchés ne sont pas liées aux modifications des marchés développés. Bien que rarement, il peut arriver que ce coefficient de corrélation soit négatif, ce qui signifie que la direction enregistrée sur un marché a un sens inverse à l'autre. Ainsi, parce que les marchés croissent en suivant leur propre manière de développement, l'introduction de titres sur ces marchés dans des portefeuilles internationaux représente une modalité efficace de réduction du risque de ce portefeuille, mais aussi une croissance de sa rentabilité. Une étude (Divecha *et al.*, 1992), réalisée dans la période 1986-1989 a démontré qu'un portefeuille avec un pourcentage de 20% du capital investi sur les marchés émergents produisait une rentabilité annuelle avec 2,1% supérieure à un portefeuille formé exclusivement d'actions cotées sur des marchés consacrés, au cas où le risque du premier portefeuille était inférieur.
3. Les taux de croissance enregistrés par les pays émergents sont supérieurs aux marchés développés, la Banque Mondiale estimant un taux moyen de croissance de PIB aux pays émergents de 4,9%, presque double par rapport à celui des pays développés. En ce sens, c'est représentatif l'exemple de PIB de Chile qui, dans la période des années '80-'90 a augmenté en moyenne de 10% par an. Outre la valeur intrinsèque de la croissance il faut analyser aussi sa structure, en

observant, parmi d'autres indicateurs, la valeur détenue dans le cas des exportations par les produits ayant un degré élevé de transformation et une valeur ajoutée élevée.

4. En général on peut distinguer une étroite corrélation entre le procès de croissance économique et la rentabilité du marché boursier, les taux de développement élevés et les données fondamentales solides justifiant l'optimisme en ce qui concerne l'évolution des cotations sur les marchés émergents dans une période de 5-10 ans.
5. Les fonds d'investissements sont de plus en plus présents sur les marchés émergents, en estimant en ce sens que, approximativement un quart des fonds de pensions publiques ou privées, au niveau mondial veulent augmenter la valeur afférente aux investissements sur les marchés émergents.
6. La majorité des institutions financières investissent aux actions des plus grandes compagnies des marchés émergents et un grand nombre de compagnies ayant un grand potentiel de développement sont exclues des destinations d'investissement parce qu'elles ne sont pas si grandes qu'elles attirent l'attention de ces investisseurs. Sans leur intérêt, ces petites compagnies sont souvent sous-évaluées, en créant ainsi des opportunités d'achat pour les investisseurs plus agressifs.
7. L'accessibilité des actions présentes sur les marchés émergentes est de plus en plus élevée, au fur et à mesure que ces marchés sont de plus en plus ouverts aux investisseurs, par l'intermédiaire d'une réglementation stricte en ce qui concerne la sécurité des transactions ou le degré d'attraction des marchés.

Pour mettre en évidence la rentabilité supérieure des marchés émergents par rapport aux pays qui ont une économie de marché développé, on va présenter, dans le tableau no.1, l'évolution des caractéristiques de risque et rentabilité en vertu des éléments classiques de rentabilité ($E(R)$), la moyenne historique des rentabilités hebdomadaires et risque ($\sigma(R)$), la déviation moyenne carrée) au cas des indices des plusieurs pays, tant développés que émergents, dans la période 19.09.1997 – 10.10.2004.

Tableau 1. L'évolution des caractéristiques de risque et rentabilité dans la période 19.09.1997 – 10.10.2004
(échantillon d'indices)

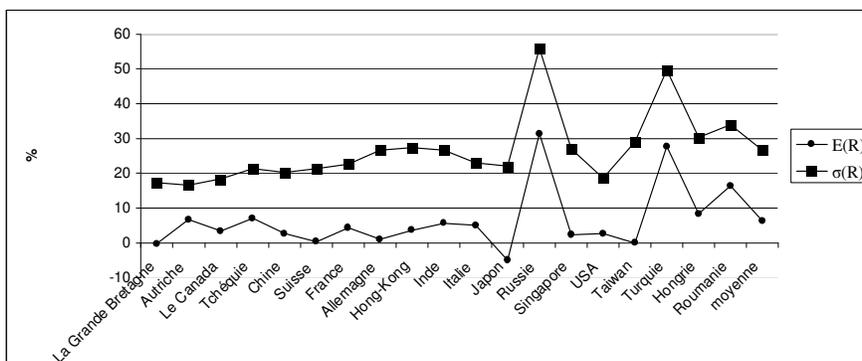
	Grande Bretagne	Autriche	Canada	Tchéquie	Chine	Suisse	France	Allemagne	Hong Kong	Inde
E(R)	-0,31	6,72	3,39	7,13	2,54	0,23	4,45	1,01	3,63	5,77
E ₁ (R)	10,96	-6,47	12,02	8,43	9,39	10,46	34,45	30,57	22,17	16,91
E ₂ (R)	-9,7	6,95	-8,44	-14,45	4,29	-4,70	-18,12	-21,76	-17,71	-23,46
E ₃ (R)	-2,25	19,56	6,48	27,06	-5,97	-5,07	-3,09	-5,93	6,23	23,46
σ(R)	17,28	16,75	18,2	21,41	20,23	21,17	22,58	26,66	27,43	26,52
σ ₁ (R)	17,76	21,78	18,67	25,62	19,95	22,52	23,04	25,79	34,42	29,62
σ ₂ (R)	17,86	13,35	22,4	20,97	21,8	20,77	22,58	26,42	27,71	29,07
σ ₃ (R)	16,19	13,67	12,13	16,45	18,98	20,24	21,64	27,43	17,47	19,41
	Italie	Japon	Russie	Singapore	SUA	Taiwan	Turquie	Hongrie	Roumanie	Moyenne
E(R)	5,12	-5,08	31,36	2,36	2,76	-3,88	27,69	8,25	16,33	6,29
E ₁ (R)	32,41	9,12	32,26	10,31	15,54	6,81	73,49	15,71	-28,71	16,62
E ₂ (R)	-18,18	-21,69	40,58	-10,87	-11,37	-20,32	-19,33	-9,85	24,44	-8,09
E ₃ (R)	0,98	-2,83	21,4	7,5	3,99	1,7	28,52	18,66	53,02	10,18
σ(R)	22,86	21,93	55,94	26,97	18,6	29,02	49,63	30,38	33,96	26,71
σ ₁ (R)	24,03	22,21	82,23	36,4	18,44	28,05	54,14	43,14	42,52	31,07
σ ₂ (R)	27,07	23,05	42,34	24,03	21,05	33,52	55,4	24	32,73	26,64
σ ₃ (R)	15,65	20,42	29,82	17,01	15,99	25,03	36,87	18,42	23,11	20,31

(Source: Zoicas-Ienciu, 2006:16)

Les plus grands rentabilités, pour la période 1997-2004 appartiennent à la Russie, Turquie, Roumanie, Hongrie, à Tchéquie et à l'Autriche. Mais il faut mettre en évidence en quelle mesure cette rentabilité est maintenue dans les trois sous périodes. Ainsi, dans le cas de la Roumanie on distingue le fait que la rentabilité offerte a augmenté de manière continue de -28% dans la période 1997-2000, à 24% dans la période 2000-2002 et à 53% dans la période 2002-2004. Dans cette dernière période, Roumanie a offert la plus grande rentabilité de tous les pays inclus dans l'étude.

Du point de vue graphique, la situation se présente comme suit :

Graphique 1. L'évolution des caractéristiques de risque et rentabilité dans la période 19.09.1997-10.10.2004 (échantillon d'indices)



Pour évaluer les actions des compagnies cotées sur un marché émergent les opérateurs et les analystes doivent prendre en calcul aussi les réalités caractéristiques du marché en question. Pour prendre les meilleures décisions, ceux-ci doivent avoir à leur disposition des informations obtenues en temps utile et ces informations doivent être pertinentes. La plupart des situations avec lesquelles se confrontent les opérateurs au moment de la prise d'une décision concernant la réalisation d'un placement financier sur les marchés internationaux sont soit incertaines soit exposées au risque.

2 L'INCERTITUDE SUR LE MARCHÉ DE CAPITAL

Les agents économiques et les investisseurs qui interviennent sur le marché de capital se heurtent d'une particularité de celui-ci qui ressemble à un paradoxe. Les transactions spécifiques au marché sont réglementées jusqu'au niveau de détail par lois, instructions, procédures ou la prise de mesures, pendant que les décisions concernant les placements en titres et la restructuration du portefeuille sont prises au cas de l'incertitude perpétuelle.

Le degré d'incertitude est influencé par une série de facteurs comme:

- Information inadéquate et indisponible;

- Le non définition de manière claire du problème;
- L'incapacité /l'impossibilité d'identification de toutes les alternatives;
- Le caractère anticipatif de certains événements, facteurs, conjonctures décisionnelles;
- Les qualités personnelles de celui qui prend la décision.

La décision d'investissement doit s'appuyer aussi sur une analyse d'investissement, analyse réalisée à l'aide des informations offertes par de divers indicateurs de mesure de la performance de l'entreprise. Mais dans quelle mesure est-elle relevant, l'information contenue par les indicateurs de performance ? Quels indicateurs de ceux qui sont inclus dans les rapports financiers comptables ont-ils un contenu informationnel de dimensions plus grandes et qui offrent un surplus d'information? Ces questions ont représenté le fondement de nombreuses études. Une telle étude a été réalisée sur un échantillon de 34 sociétés commerciales listées à la Bourse de Valeurs Bucarest (Ciobanu, 2006). À la suite de cette étude un nombre restreint des indicateurs financiers choisis ont été retenus comme étant pertinents de point de vue de l'information continue, concernant les futures performances des sociétés en question. De plus, ceux-ci ne se sont pas maintenus d'une période à l'autre. Une exception pourrait être l'indicateur financier l'évolution du rapport entre la capitalisation boursière de la société et la valeur comptable des capitaux propres (MB), mais dont la force explicative se diminue d'une période à l'autre. Dans ces conditions on ne peut pas considérer l'indicateur mentionné comme une référence utile pour le management des entreprises en question dans son activité de gestion de l'activité de celles-ci et de croissance de la valeur des capitaux propres.

Conformément à cette étude, pour les investisseurs qui concluent des transactions sur le marché de capital roumain, l'information contenue par les indicateurs financiers comptables de performance, n'est pas pertinente. De ce point de vue ceux-ci ne prennent pas la décision d'investissement en tenant compte de l'information disponible par l'intermédiaire des rapports financiers.

Les personnes qui décident ou celles qui conseillent à d'autres à l'égard des investissements en titres cotés à la bourse se heurtent toujours à deux problèmes (Anghelache, 2004):

- La prise d'une décision adéquate ayant des informations incomplètes
- La modalité d'agir, quand trop d'incertitude affecte de manière négative la rentabilité des placements ou l'évolution de l'entité où ils travaillent.

Dans ces circonstances, celui qui prend la décision doit identifier et appliquer ces stratégies-là qui diminuent les conséquences négatives de l'incertitude spécifique au marché boursière ou qui, éventuellement, diminuent une partie de celle-ci.

Ainsi, on peut recourir à «l'optimisation graduelle et continue des placements ou à la stratégie «assez bonne» (Prunea, 2006: 87).

L'optimisation graduelle et continue peut être obtenue aussi dans le cas d'incertitude élevée. Les opinions des participants à l'acte décisionnel, obtenues soit par la poursuite en temps réel de l'évolution du marché, soit par l'intermédiaire de l'analyse technique ou fondamentale pertinente et orientée vers des buts clairement formulés, arrive à être acceptées même si celles-ci ont un caractère incertain, déterminé par consolidation cognitive insuffisante. Les hypothèses formulées par les participants au sujet de la tendance préétablie du marché boursier sont évaluées, hiérarchisées et considérées comme si elles étaient le résultat d'un calcul rigoureux pour lequel on a utilisé des informations complètes et cohérentes. Si un participant fournit de nouvelles données en ce qui concerne le problème en question, la prévision concernant l'exemple est reformulée, de sorte que, finalement, on choisit la variante de décision considérée comme étant le meilleur tenant compte des conditions informationnelles disponibles. Tout de même, on reconnaît tant son caractère incertain que celui provisoire, pouvant, en tout moment, modifier ses coordonnées si la tendance du marché change subtilement au cours de la journée de transaction. Les efforts des participants à l'acte décisionnel sont orientés, indéniablement, vers l'identification de la meilleure variante procédurale.

La stratégie de la décision assez bonne pourrait partir des deux suivantes prémisses:

1. Premièrement, de l'opinion que les opérations boursières qui finissent par avoir un profit plus grand que celui qui résulte des calculs théoriques, ou du celui offert par le taux de l'intérêt sans risque, doivent être effectuées sans retard.
2. La deuxième hypothèse conformément à laquelle les efforts faits pour l'identification d'autres variantes d'action doivent cesser après avoir accepté et appliqué une telle décision. Au début, cette procédure semble inacceptable, parce qu'elle offre une sûre inefficacité. Mais il est possible de changer de perspective si on analyse les conditions de transaction quand le marché est volatil et la succession des événements imprévisibles détermine une incertitude accentuée. Dans ces circonstances, effectuer une première acquisition ou vente au prix assuré par la variante de décision considérée comme étant satisfaisante représente souvent une solution meilleure que l'ajournement de la transaction en attendant que le marché soit stabilisé et que le prix soit amélioré.

Ainsi on diminue au moins un risque: l'augmentation ou la baisse du prix, au cas de la vente, n'entraîne pas une perte intégrale, parce qu'une partie du paquet de titres a été soumis à la transaction antérieurement, à un meilleur prix. Il peut arriver que, ultérieurement à cette première opération, le marché évolue vers une direction plus favorable, à l'égard du prix, mais pas à l'égard du volume possible à conclure

des transactions. Ce fait représente la preuve supplémentaire de la correction du raisonnement de sorte que, au cas d'une capacité informative limitée et fragile, la stratégie de la décision assez bonne est préférable à une hésitation déterminée par l'impossibilité de structurer et hiérarchiser les alternatives opérationnelles concurrentes. En concluant les transactions suivant cette procédure on arrive à un portefeuille acceptable peu différent à celui obtenu à la suite de l'utilisation de la stratégie de l'optimisation graduelle. D'où il résulte qu'il n'existe aucune raison de continuer de trouver la meilleure décision d'investissement ou de désinvestissement après avoir identifié la variante considérée satisfaisante conformément au critère du prix de transaction.

CONCLUSION

Le marché de capital, étant en même temps concurrentielle et très complexe, a des coordonnées imprévisibles. Le facteur psychologique est seulement un exemple de la multitude de leviers qui déterminent le cours des actions vers une direction ou vers une autre. Le manque de relevance des indicateurs financiers comptables pour les investisseurs sur le marché de capital représente un indice relatif à leur besoin d'obtenir aussi d'autres informations qui reflètent les performances présentes et futures de l'entreprise.

Dans ces circonstances, pour prendre des décisions qui puissent être appliquées sur le marché, les analystes boursiers aussi doivent avoir des informations et évaluations obtenues par étapes, mais qui soient pertinentes à présent. En ce sens, l'implémentation des principes spécifiques de gouvernement corporatif joue un rôle extrêmement important. De plus, celui qui prend la décision de manière performante dans des conditions d'incertitude doit atteindre le niveau de raisonnement qui lui permette de différencier les informations pertinentes de celles insignifiantes et, le cas échéant, promouvoir dans certaines circonstances des actions à caractère extra cognitif.

BIBLIOGRAPHIE

- Anghelache, G. (2004) *Piața de capital: caracteristici, evoluții, tranzacții*, Bucarest: Académie d'Etudes Economiques
- Ciobanu, A. (2006) *Studiu privind indicatorii de măsurare a performanței folosiți în managementul valorii, cu exemplificări pe întreprinderi românești*, Bucarest: Académie d'Etudes Economiques
- Divecha, A.B., Drach, J. & Stefek, D. (1992) „Emerging Markets: A Quantitative Perspective”, *Journal of Portfolio Management*, vol. 19, no. 1
- Prunea, P. (2006) “Informația asimetrică și incertitudinea pe piața de capital”, *Economie teoretică și aplicată*, no. 1: 85-88
- Zoicas-Ienciu, A. (2006) “Caracteristicile investițiilor pe piețele emergente de capital”, *Economie teoretică și aplicată*, no. 1: 13-18