



MARCHÉS FINANCIERS AFRICAINS

Rendements exceptionnels, mais sérieux problème d'image limitant l'afflux de capitaux étrangers

25 janvier 2005.

L'année 2004 a été une cuvée exceptionnelle pour les marchés financiers africains. Le rendement de ces derniers à la fin de l'année était en nette progression par rapport à 2003 et dépassait largement les moyennes enregistrées par les marchés émergents et les marchés développés. Cependant, malgré ces extraordinaires performances, les marchés financiers africains peinent toujours à attirer des capitaux privés étrangers.

Marchés africains, Marchés frontières

Selon l'agence de cotation internationale *Standard & Poor's*, les bourses africaines, excluant la bourse de Johannesburg (JSE), sont des marchés frontières car elles sont plus petites (en terme de capitalisation boursière), et moins liquide (en terme de la possibilité qu'un investisseur a de liquider rapidement ses actifs), que les marchés dits émergents. Le marché frontière est généralement plus risqué que le marché émergent. Il est moins développé, a un cadre réglementaire flou ou inadéquat, et dispose de peu d'information viable permettant à l'investisseur de prendre des décisions éclairées.

Bien que certaines de ces caractéristiques ne s'appliquent plus tout fait à la plupart des 19 bourses africaines, la perception que les investisseurs étrangers, surtout des gros investisseurs dits institutionnels, ont de l'Afrique en général et des marchés africains en particulier (excepté JSE) demeure principalement négative. Seule la bourse de Johannesburg semble bénéficier d'une perception un peu favorable. Elle fait carrément bande à part sur le continent : elle compte parmi les marchés émergents et domine complètement le continent en y représentant près de 80% de sa capitalisation boursière et près de 90% de celle de l'Afrique subsaharienne.

Cependant, malgré les handicaps et les risques réels mais largement surestimés par les acteurs financiers, les marchés africains offrent en général des opportunités de rendement nettement plus intéressantes que celles offertes par les marchés émergents plus importants (Russie, Hongrie, République tchèque, Brésil, Argentine, Hong Kong, Thaïlande, Taiwan, etc.). Les bourses africaines, excluant le JSE, opèrent de manière semi-isolée des autres places financières mondiales auxquelles elles sont d'ailleurs très peu corrélées. Par conséquent, elles sont très peu affectées par les perturbations (surtout négatives) induites par les événements financiers touchant les places financières développées ou émergentes. Les variables qui semblent réellement influencer les bourses africaines sont les fondamentaux du marché et le flux réel de capitaux.

Risques et rendements élevés

Les marchés africains sont en général très volatiles. Cette volatilité est due en partie à la concentration de titres d'un nombre restreint de secteurs économiques dans les indices boursiers. Le JSE semble être majoritairement dominé par les titres des secteurs industriels et des technologies de l'information, alors que les secteurs financiers et de consommation dominent les autres bourses africaines. Ainsi, une flambée des prix des matières premières pourrait pousser fortement à la hausse la bourse sud africaine et certaines autres bourses du continent qui sont dominées par des titres de ces secteurs (Nigeria & Ghana), alors que de forte variation de taux intérêt affecterait beaucoup plus les bourses dominées par le secteur bancaire.

Néanmoins malgré cette volatilité, les différentes phases du cycle des marchés n'apparaissent pas simultanément dans tous les pays. Une bonne stratégie d'investissement consisterait alors à bâtir un portefeuille couvrant différentes zones géographiques et différentes industries. Une telle stratégie permettrait de mitiger le risque du marché.

L'autre risque que l'investisseur, surtout étranger, doit prendre en compte est le risque de change dû à la variabilité des taux de change de la monnaie locale par rapport aux devises étrangers. Beaucoup de ces monnaies encore fragiles sont très sensibles aux fluctuations des prix des matières premières. Une analyse minutieuse de comportement de ces devises et une stratégie de couverture pourrait permettre de remédier à ce type de risque.

En général, le risque va de pair avec le rendement. Ainsi pour la troisième année consécutive, la plupart des marchés financiers africains ont enregistré, en 2004, des rendements positifs en deux chiffres tant en monnaie locale qu'en dollar US. Ces rendements sont essentiellement dus à une combinaison de facteurs économiques : la hausse des prix des matières

premières (pétrole, or, café et cacao); la baisse du dollar US qui a poussé les monnaies locales à la hausse; la solide croissance économique combinée au faible taux d'inflation ; la forte demande intérieure et la chute des taux d'intérêts.

Alors que la plupart des marchés financiers développés et émergents étaient sujets à d'instabilité et clôturaient difficilement l'année à la hausse avec une moyenne en dollar US de 14% pour les premiers et 22% pour les deuxièmes, 12 des 19 bourses du continent africain affichaient des rendements en dollar US supérieurs à 14%. Parmi ces 12 places, 7 affichaient des rendements largement supérieurs à 22%. En moyenne les places financières africaines ont enregistré un résultat en dollar US de 34% à la fin de 2004.

Les rendements sont tous aussi époustouflants en monnaie locale. A part la bourse d'Alger avec un résultat négatif, la plupart des bourses africaines ont enregistré des rendements positifs supérieur à 10%. Ainsi, l'Egypte enregistrerait 54% ; l'Île Maurice 29,3%; la Côte d'Ivoire, malgré l'instabilité du pays, 16.7%; le Botswana 15.6%; la Namibie 14.2%; le Maroc 14%; le Zimbabwe 173% malgré son isolement, le Ghana 91.3% et l'Afrique du Sud 47.3%.

L'extraordinaire rendement de Zimbabwe mérite qu'on s'y attarde. La performance record de l'indice industriel du Zimbabwe s'explique par l'effet combiné de deux facteurs: l'ajustement à l'inflation négative des rendements par rapport au panier de référence des bons de trésor de 91 jours et des dépôts bancaires à terme, et le contrôle rigide des capitaux qui a permis de garder les fonds institutionnels à l'intérieur du pays. Ainsi lorsqu'on rapporte ce rendement au dollar US, il tombe à -84.1% illustrant bien le risque de change mentionné plus haut.

Bourses africaines surévaluées

Le ratio Cours/Bénéfice ou ratio P/E (Price/Earning) qui est le prix d'une action ordinaire par rapport au bénéfice par action sur une période roulant de 12 mois mesure la cherté d'une action. Il peut aussi donner une indication sur la cherté relative d'une place boursière lorsqu'il est rapporté à cette dernière. Le tableau ci-dessous montre le ratio P/E pour les principales places boursières au 15 décembre 2004.

Pays	P/E du Marché (x) (15/12/2004)	Pays	P/E du Marché (x) (15/12/2004)
Zimbabwe (Industrial)	24.3	Afrique du Sud (All shares)	14.9
Ghana (DSI)	21.5	Nigeria (All Share)	12.9
Côte d'Ivoire (BRVM)	21.3	Zambie (LUSE)	12.3
Égypte (CMA)	20.3	Nambie (NSX Local)	11.1
Maroc (MASI)	18.4	Île Maurice (SEMDEX)	10.9
Kenya (NSE)	16.7	Tunisie (TUNINDEX)	10.3
Swaziland (all Share)	15.3	Malawi (Domestic)	3.1

Source : Liquid Africa, Pazisma Corporation 2004

Exception faite de la Malawi dont le P/E est de 3.1 et donc relativement très moins chère (on peut même parler d'une sous-évaluation), la plupart des places boursières africaines semblent relativement chères. L'étroitesse des marchés et la flambée des prix des matières premières a grandement poussé la valeur des titres à des niveaux très élevés. Cependant une analyse sérieuse des fondamentaux et des perspectives des compagnies cotées sur ces places montre que le prix des actions est trop élevé par rapport à leur valeur intrinsèque réelle.

Dans le contexte africain de marché frontière, il est difficilement concevable d'acheter un titre qui vaut plus de 10 fois son bénéfice surtout si ce dernier n'est soutenu pas pendant une période raisonnable de temps. Par conséquent, toute bourse africaine dont le P/E est supérieur à 10 devrait être considérée comme surévaluée. En tenant compte du cycle des marchés, il y a de forte probabilité qu'un certain nombre de bourses africaines subissent une correction en 2005.

Afflux limité de capitaux étrangers

Malgré leur performance extraordinaire et leur fonctionnement quasi-autarcique offrant des opportunités idéales pour une diversification de portefeuille, les places financières africaines n'attirent que très peu de capitaux étrangers. Selon la Banque Mondiale, les bourses africaines n'ont attiré, en 2003, que 500 millions de dollars représentant seulement 3,5% du flux de capitaux mondiaux de quelques 14,3 milliards de dollars.

Pourtant les pays sub-sahariennes ont procédé à plusieurs changements notamment l'amélioration des infrastructures, la libéralisation des cadres d'investissements et la réforme des institutions. Le problème est que le degré des réformes est médiocre ou perçu comme tel par rapport à celui des réformes implémentées dans d'autres pays émergents. De ce fait, les

grands acteurs financiers continuent de bouder les bourses africaines à l'exception de JSE. Non seulement les analystes financiers et les grands gestionnaires de fonds négligent de couvrir les titres de petite capitalisation sur les marchés développés, mais ils ignorent surtout les titres de petites places boursières comme les marchés frontières dont l'Afrique.

Un tel scepticisme de la part des grands faiseurs d'argent du monde occidental à l'égard de l'Afrique est néanmoins justifié à certain égard. En fait, la taille de certaines économies nationales africaines ne justifie pas la création d'une bourse nationale. Une bourse n'est pas un instrument de fierté nationale, mais plutôt un important mécanisme de développement et de création de richesse qui n'est viable que lorsqu'elle s'incère dans un système financier solide et crédible ce qui n'est pas le cas de beaucoup de pays africains.

Outre cet obstacle lié à leur taille, bon nombre de bourses africaines sont en retard sur le plan technologique ; elles ne possèdent pas de cadre réglementaire et juridique adéquat qui encourage la transparence, combat la corruption, définit les activités des fonds de pension, protège le droit des actionnaires, renforce les contrats et prévient les malversations comme le délit d'initié; les frais de transactions qui y demeurent très élevés dans beaucoup de cas; et le délai moyen de règlement ferme des transactions est ridiculement long (au-delà de J+3).

Image de l'Afrique et de ses bourses

Pour susciter l'intérêt de la communauté financière internationale à l'égard des bourses du continent, l'Association des bourses africaines (ASEA) avait organisé en avril 2003 à New York, conjointement avec le Programme des Nations Unies pour le Développement (PNUD) et la Bourse de New York (NYSE), un forum de discussion sur les opportunités d'investissement en Afrique. Devant une assistance de 500 participants composés d'analystes de Wall Street, d'investisseurs institutionnels et de ministres des finances africains, les dirigeants d'ASEA avaient lourdement insisté sur la performance des marchés africains et sur le fait que l'Afrique est plus que prête pour obtenir une partie des sommes astronomiques que drainent les activités de la gestion de portefeuille dans le monde.

Malgré cet effort de marketing sans précédents, les capitaux privés étrangers se font toujours attendre sur le continent. L'image négative de l'Afrique y est pour quelque chose. Elle se fait plus persistante dans les milieux financiers occidentaux. Un exemple de cette image négative s'illustre dans le propos suivant, tenu par Stephen A. Jarislowsky, le grand patron de la plus importante société de gestion privée au Canada avec plus de 47 milliards de dollars d'actifs sous gestion, «(...) *Quant au continent africain, tout ce qu'on peut en dire, c'est qu'il baigne dans les dissensions ethniques, les régimes dictatoriaux et les détournements de fonds.*»¹. Il suggérait d'ailleurs aux investisseurs canadiens qui souhaiteraient acheter des titres étrangers de n'acquiescer que ceux inscrits à la bourse de New York.

Pour accroître la confiance des investisseurs et attirer réellement les capitaux étrangers, les pays africains devraient se donner les moyens de combattre vigoureusement l'image négative du continent. Ils devraient éliminer la petite taille de leurs bourses afin de les rendre plus dynamiques, plus liquides, et mieux gérées. Pour ce faire, les bourses africaines devraient se regrouper soit en de bourses régionales (par exemple 4 bourses régionales situées à chacun des pôles géographiques du continent -Nord, Ouest, Est et Sud), soit en de bourses à vocation spécifique (par exemple une bourse pour les compagnies à petite capitalisation, une pour les grandes capitalisations, une pour tous les autres produits financiers – Bon de trésor, Obligations, etc.). La nécessité de regroupement des bourses africaines est d'ailleurs déjà largement reconnue par certains responsables africains. Mme Ndi Okereke-Onyiuke, Présidente d'ASEA, et Chef de Direction de la bourse du Nigeria, l'avait clairement mentionné en des termes suivants : « *Si l'Afrique pouvait bâtir des bourses régionales solides, peut-être que le monde nous parlerait* »².

Les autorités dirigeantes des bourses africaines devraient également organiser régulièrement, l'instar du Forum économique mondial de Davos, des événements financiers comme le forum de 2003 sur les opportunités d'investissement en Afrique. A ces forums où une large couverture des médias occidentaux serait requise, les responsables financiers africains devraient apporter la preuve de toute amélioration ou initiative entreprise pour forger les bourses africaines afin de les rendre compétitives et leur donner une envergure internationale. Il ne suffirait plus de tenir des discours creux et sans portée réelle, mais plutôt de présenter et surtout de justifier les résultats des efforts entrepris, exactement comme le font les dirigeants d'entreprise devant leur assemblée générale. Seul un tel exercice répétitif et hautement médiatisé pourra attirer l'attention des investisseurs institutionnels et les analystes sur le vrai potentiel de gain financier qu'offre l'Afrique.

¹ Stephen A. Jarislowsky & Craig Toomey, *Dans la jungle du placement, comment j'ai tiré mon épingle du jeu*, Collection Affaires Plus, 2005, p.32.

² Jacqueline Irving, in *Forum Showcases region's exchanges* « *Africa is more than ready for foreign portfolio investment* », IMF Survey, Vol.32, N0.8, May 5, 2003, p. 134.