



Réformes, volumes de négociation et réévaluation

Le prochain chapitre de croissance des marchés émergents

Au cours des 20 dernières années, les données de performance des principaux marchés émergents démontrent que la croissance du PIB, bien qu'essentielle, ne suffit pas à générer des rendements supérieurs et constants sur les marchés boursiers.



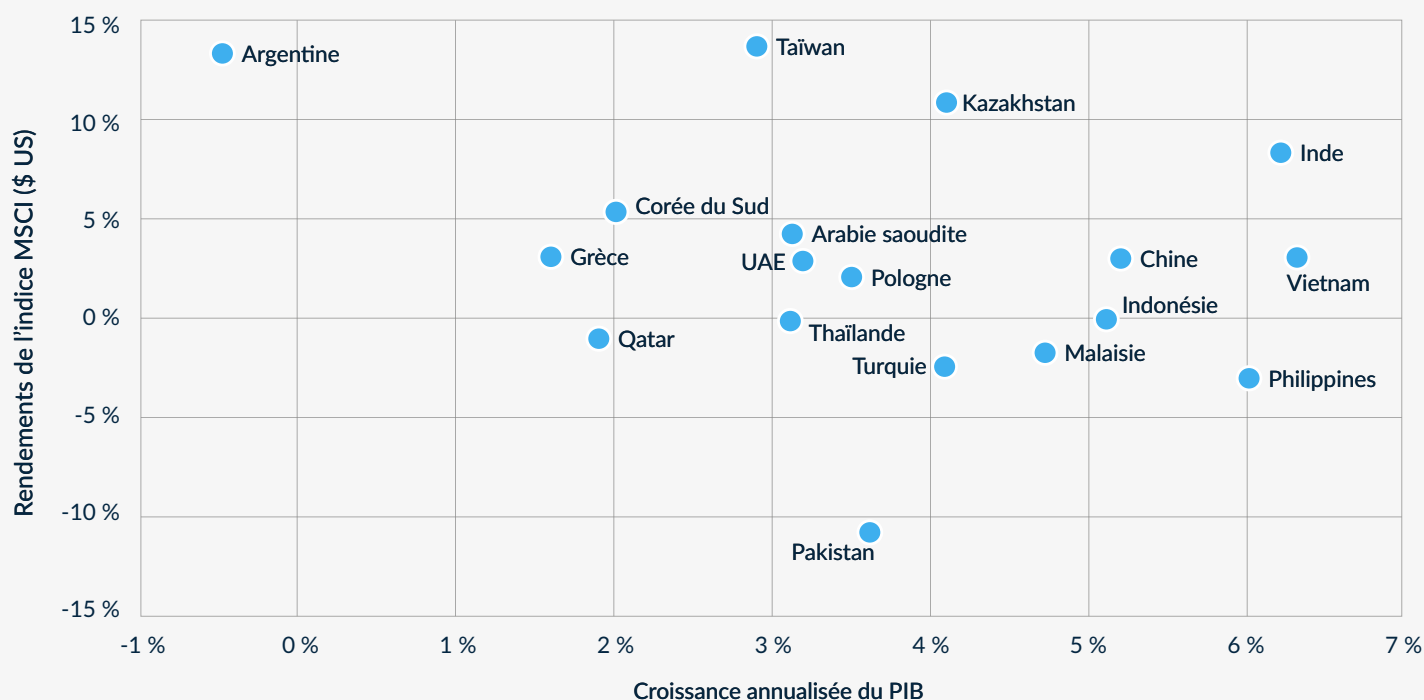
Dominic Bokor-Ingram
Gestionnaire de
portefeuille principal



Mathieu Bortot
Gestionnaire
de portefeuille

Graphique 1

Rendements boursiers annualisés et croissance du PIB réel, de 2015 à 2025, en \$ US

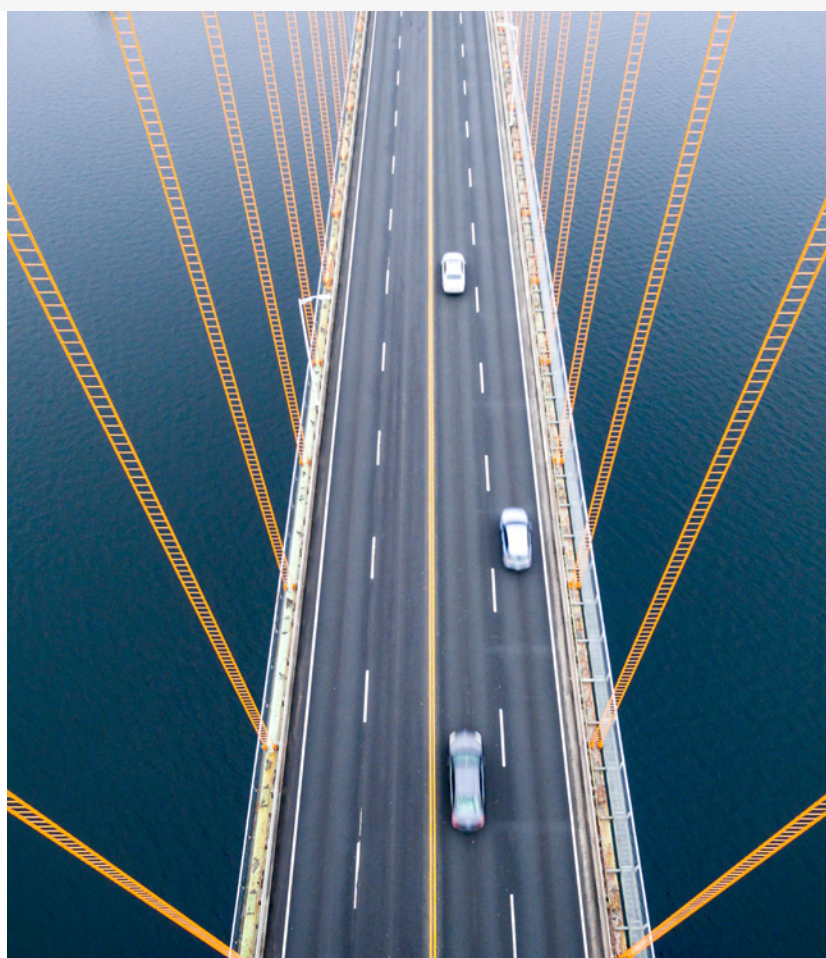


Sources : MSCI et Fiera Capital. Le rendement antérieur n'est pas garant des rendements futurs. Tout placement comporte un risque de perte.

L'analyse détaillée de 18 marchés émergents et frontières entre 2015 et 2025, présentée dans le Graphique 1, offre des éléments probants suggérant que la croissance du PIB réel, sans réformes structurelles, ne parvient pas à générer des rendements boursiers significatifs. La corrélation négative (-0,298) entre la croissance du PIB réel et le rendement du marché boursier, constante à travers différentes périodes, ne favorise pas fondamentalement les stratégies d'investissement axées exclusivement sur la croissance.

Comment peut-on expliquer cette divergence? S'il est vrai que l'expansion économique contribue à créer des conditions positives pour la croissance des bénéfices des entreprises, l'écart entre les marchés qui ont réussi à traduire cette croissance économique en des gains boursiers réels et durables, et ceux qui ont échoué, s'explique par la portée et l'exécution des réformes des marchés des capitaux.

Ces réformes, qu'elles visent à améliorer la gouvernance, à moderniser la réglementation, à mettre à jour l'infrastructure ou à faciliter l'accès aux investisseurs étrangers, ont un impact direct sur deux catalyseurs essentiels des rendements boursiers : la liquidité et les valorisations.





La Chine et l'Inde : les leçons à tirer après 20 années de divergence

La divergence entre la Chine et l'Inde au cours des deux dernières décennies met en lumière le rôle primordial que jouent les réformes des marchés financiers dans la conversion de la croissance économique en performance boursière.



Le style de gouvernance en Chine, qui privilégie les objectifs politiques dictés par l'État plutôt que la libéralisation du commerce, sous-tend la dynamique de son marché boursier. Cette approche a certes permis à Beijing de conjuguer des objectifs économiques et sociaux, tels que réduire les risques financiers ou restructurer certaines industries, mais ce fut au détriment de la transparence et de la prévisibilité pour les investisseurs internationaux. Malgré la croissance du PIB de 674 % entre 2005 et 2025, le ratio cours-bénéfices (C-B) de l'indice MSCI Chine a chuté de 12 % sur la période, les valorisations étant freinées par des chocs structurels et politiques, dont les coupe-circuits de 2016, les mesures adoptées contre les activités bancaires parallèles, l'intervention de l'État dans certaines transactions d'entreprises et la refonte, sans consultation, de certains secteurs, tels que celui de l'éducation en 2021. L'imprévisibilité des mesures réglementaires, exacerbée par l'annulation de l'introduction en bourse (PAPE) de Ant Group et les mesures prises à l'égard des entreprises technologiques, a renforcé la prudence des investisseurs, empêchant ainsi les valorisations à suivre le rythme de la forte croissance de l'économie chinoise.

Graphique 2

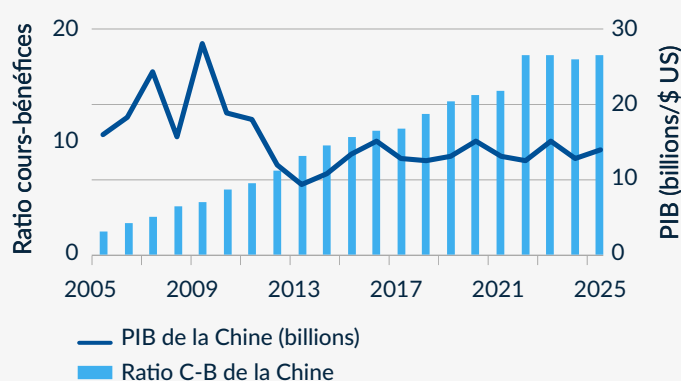
Rendements des indices de prix MSCI Chine et MSCI Inde (DDA)



Sources : MSCI et Fiera Capital. Le rendement antérieur n'est pas garant des rendements futurs. Tout placement comporte un risque de perte.

Graphique 3

PIB de la Chine (billions/\$ US) / ratio cours-bénéfices



Sources : MSCI et Fiera Capital.



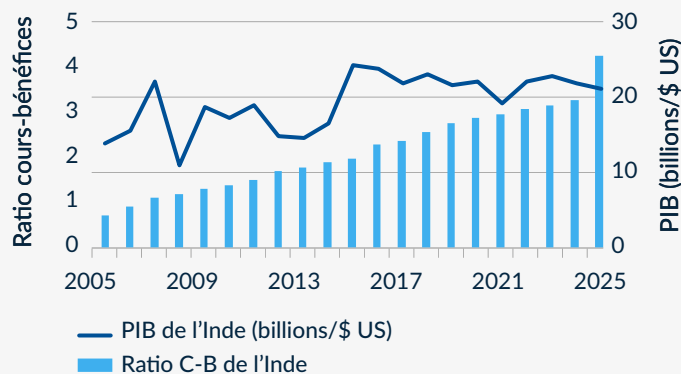
L'Inde a suivi une trajectoire totalement différente pendant cette même période. En effet, le PIB a augmenté de 438 %, son multiple C-B (selon l'indice MSCI Inde) a gagné 53 %, à 21,5x (Graphique 4), alors que le volume quotidien de transactions a explosé de plus de 2 000 %. Ce processus de réévaluation a bénéficié d'un programme stable de réformes fondées sur des règles dont les objectifs étaient de renforcer la gouvernance d'entreprise, de libéraliser graduellement l'accès des investisseurs étrangers, de moderniser les systèmes de règlement et de dépôt, d'étendre la portée des marchés de dérivés et d'accroître la transparence de la réglementation du marché. Parmi les principales étapes franchies, notons les réformes de gouvernance de la SEBI (« Securities and Exchange Board of India » – Clause 49), la loi sur les sociétés de 2013 sur les exigences de diversité sur les conseils d'administration, l'entrée en vigueur graduelle des mesures de libéralisation des investissements directs étrangers (IDE) et des investissements de portefeuille étrangers (IPE), ainsi que la transition mondiale pionnière de l'Inde au processus de règlement T+1 en 2023. La dématérialisation a également accru la participation au marché, qui a atteint presque 200 millions de comptes électroniques, tandis que de nouveaux produits, tels que les FPI, et l'autorisation des ventes directes aux investisseurs particuliers, ont élargi l'univers d'investissement. Les échéanciers bien établis, les consultations approfondies des parties prenantes et l'application rigoureuse de la réglementation ont contribué à créer un cercle vertueux, par lequel la participation accrue a favorisé la liquidité et, par extension, alimenté la hausse des valorisations, d'où l'intérêt croissant des investisseurs.

Les réformes en tant que catalyseur des volumes de négociation et des valorisations

Nous constatons qu'une forte croissance intérieure de l'économie est intrinsèquement liée à des réformes concrètes et durables. Nous observons ce phénomène lorsque les réformes ont pour effet d'attirer de nouveaux investisseurs, car la participation accrue à un marché mieux défini et plus efficient se traduit par l'expansion des multiples de valorisation.

Graphique 4

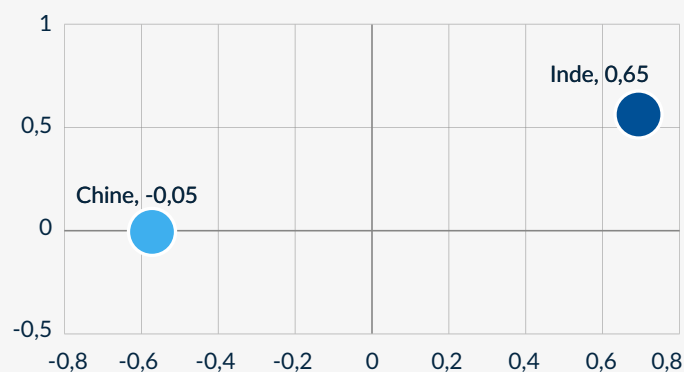
PIB de l'Inde (billions/\$ US) /
ratio cours-bénéfices



Sources : MSCI et Fiera Capital.

Graphique 5

Corrélation du PIB/volume par rapport au ratio
cours-bénéfices – Chine et Inde



Sources : MSCI et Fiera Capital.



Études de cas : la surperformance attribuable aux réformes



Moyen-Orient

Les économies du Conseil de coopération du Golfe (CCG), surtout l'Arabie saoudite, les Émirats arabes unis (UAE) et le Qatar, ont affiché une croissance annuelle moyenne du PIB réel d'environ 3,5 % entre 2015 et 2025, tout en mettant en œuvre des programmes de réformes domestiques ambitieux. Entre-temps, les réformes des marchés des capitaux ont stimulé les volumes de transactions, facilité l'inclusion de ces marchés dans l'indice MSCI Marchés émergents, en plus de soutenir la réévaluation à la hausse des actions cotées en bourse.

Au cours des dix dernières années, le multiple C-B de l'Arabie saoudite a presque doublé, passant de 8,5x à 16,5x, alors que le volume quotidien de négociation a augmenté de 380 %, de 250 millions \$ US à 1,2 milliard \$ US. Cette transformation représente un élément clé du programme de diversification économique et de modernisation des marchés des capitaux, appelé *Vision 2030*, qui comprend également une vague de privatisations d'entreprises, une refonte de la réglementation afin qu'elle respecte les normes mondiales, ainsi que le lancement de produits d'investissement conformes aux critères ESG.

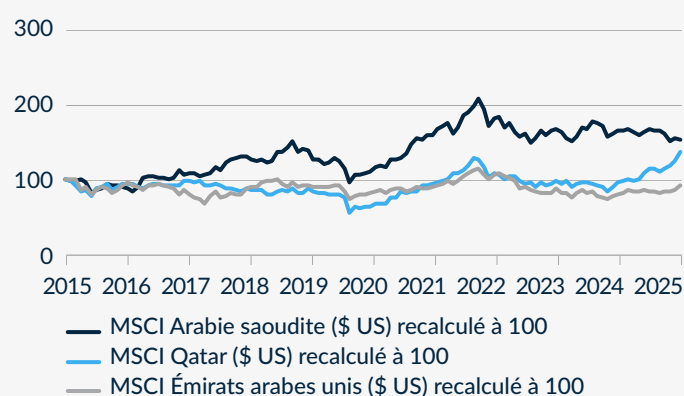
L'ouverture du marché aux investisseurs étrangers admissibles représente aussi un moment charnière, la participation étrangère ayant quadruplé entre 2018 et 2024. Aujourd'hui, l'Arabie saoudite se négocie moyennant un escompte de seulement 19 % par rapport à l'indice MSCI Marchés émergents, soit le plus faible escompte parmi ses pairs de la région du Golfe, soutenu par un grand nombre de PAPE prévus qui contribuent à la liquidité et à l'élargissement de la base d'investisseurs.

Le ratio C-B des Émirats arabes unis a bondi de 35,7 %, à 15,2x, alors que celui du Qatar a gagné 26,5 %, à 12,4x, ce qui démontre que des réformes graduelles peuvent se traduire par une augmentation durable des valorisations lorsqu'elles sont bien exécutées. Dans les Émirats arabes unis, le retrait des limites applicables à la propriété étrangère dans des secteurs non-stratégiques a alimenté la progression des valorisations, de 11,2x à 15,2x, tandis que les améliorations apportées aux systèmes de tenue du marché ont accru la liquidité et ont réduit la volatilité de l'escompte d'évaluation par rapport à l'indice. Depuis son intégration à l'indice MSCI, les investissements étrangers ont quadruplé, favorisant ainsi le niveau des valorisations. Malgré le maintien de certaines restrictions en matière d'investissement étranger, le Qatar a amélioré l'accès au marché au moyen de plusieurs initiatives, telles que le lancement récent de fonds d'investissement en actions qui sont gérés par des gestionnaires étrangers, dont l'objectif consistait à bonifier la liquidité. Ces mesures ont entraîné une hausse de 2,5x des investissements étrangers depuis l'inclusion du Qatar dans l'indice MSCI en 2014, ce qui a aidé le pays à conserver sa prime de valorisation.



Graphique 6

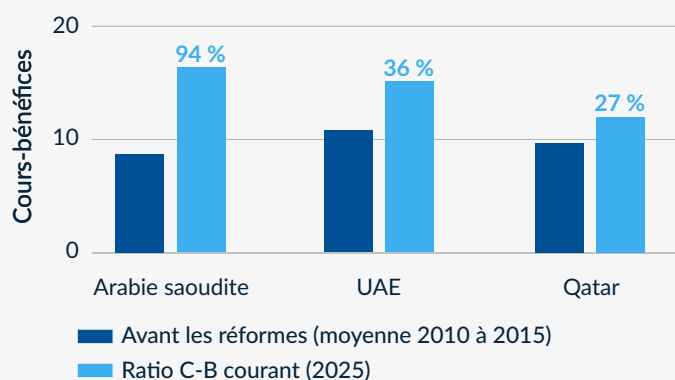
Indice MSCI de l'Arabie saoudite, des Émirats arabes unis et du Qatar (DDA)



Sources : MSCI et Fiera Capital. Le rendement antérieur n'est pas garant des rendements futurs. Tout placement comporte un risque de perte.

Graphique 7

Expansion du ratio C-B sur le marché du CCG après l'inclusion dans l'indice MSCI



Sources : MSCI et Fiera Capital.



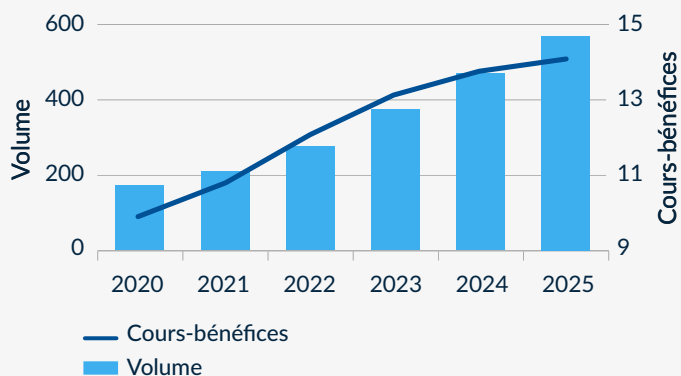
Grèce

La Grèce est un autre exemple pertinent, et surtout dans le contexte européen d'après-crise. Entre 2020 et 2025, le ratio C-B de la Grèce a gagné 42 %, passant de 9,9x à 14,1x, tandis que le volume quotidien de négociation a explosé de 221 %, de 180 millions \$ US à 578 millions \$ US (Graphique 8). Après la crise de la dette européenne, le secteur bancaire de la Grèce croulait sous les prêts non performants, qui avaient pour effet de restreindre la croissance du crédit et de miner la confiance des investisseurs. La politique coordonnée adoptée par le gouvernement grec, la Banque centrale européenne et le fonds de stabilisation financière de la Grèce, s'est traduite par la résolution des prêts non performants (2021), la recapitalisation des banques (2022) et la restauration de sa capacité de prêt (2023). Cette reprise des activités de crédit a clairement été favorable à l'économie, aux bénéfices des sociétés et à la confiance des investisseurs.

En y ajoutant le rebond du tourisme et des exportations, ces réformes ont propulsé la Bourse d'Athènes parmi les marchés les plus performants de la planète entre 2022 et 2025.

Graphique 8

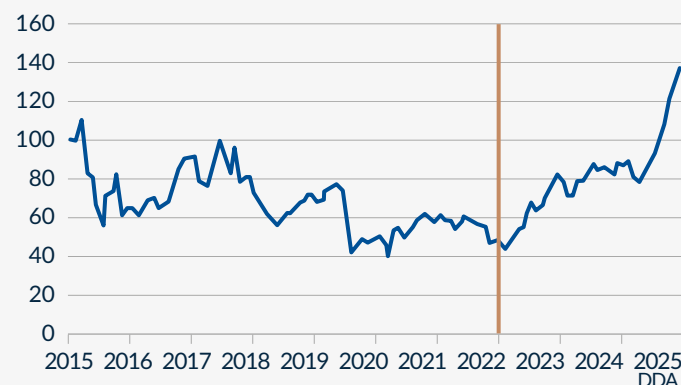
Grèce – ratio C-B et volume de transactions



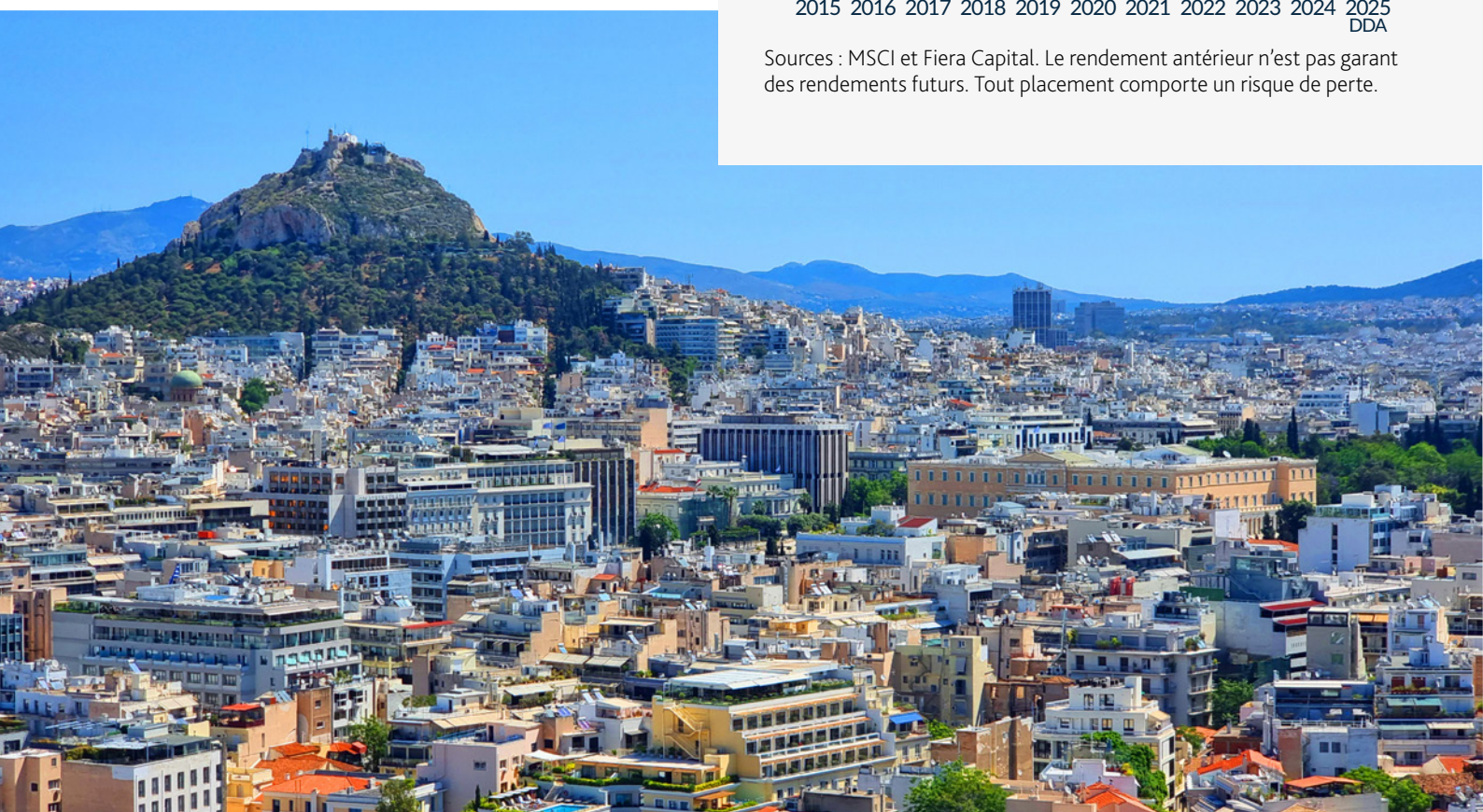
Sources : MSCI et Fiera Capital.

Graphique 9

Rendement de l'indice MSCI Grèce (\$ US) Recalculé à 100



Sources : MSCI et Fiera Capital. Le rendement antérieur n'est pas garant des rendements futurs. Tout placement comporte un risque de perte.





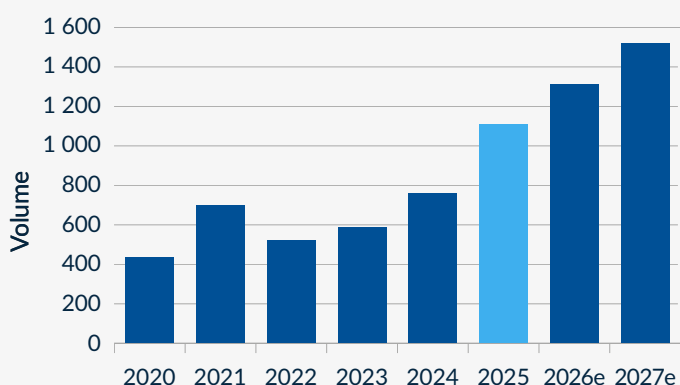
Vietnam

La trajectoire du Vietnam témoigne de la capacité des plus petites économies à forte croissance à faire progresser leurs valorisations au moyen de réformes progressives. De 2005 à 2025, le multiple C-B de ce pays a augmenté de 58 %, passant de 11,8x à 18,7x, alors que le volume quotidien de négociation à la Bourse d'Hô Chi Minh est passé d'un niveau très faible à 19 trillions VND (environ 800 millions \$ US – Graphique 10), ce qui représente une croissance exceptionnelle du marché et de la participation des investisseurs institutionnels. Les principales réformes des marchés des capitaux à la source de cette transition comprennent l'adoption du système de règlement de la Bourse coréenne, qui a modernisé les processus de compensation et d'exécution, ainsi que la libéralisation des limites de propriété étrangère dans des secteurs clés (de 49 % à 75 %). Ces changements ont élargi l'univers d'investissement pour les capitaux étrangers et positionné favorablement le Vietnam pour son inclusion dans l'indice MSCI Marchés émergents, qui est attendu entre 2026 et 2027. Ce développement pourrait vraisemblablement ajouter entre 3 et 5 milliards \$ US en nouveaux investissements institutionnels.

Parmi ces leaders de la réforme, la relation entre la liquidité et la réévaluation des valorisations est évidente. Les marchés qui ont affiché de fortes hausses des volumes de négociation, tels que l'Arabie saoudite et la Grèce, ont également dégagé d'excellents gains au chapitre de leurs multiples C-B. Ceci n'est pas une coïncidence. Il s'agit du fruit des réformes visant à améliorer l'accès au marché, à élargir la base des investisseurs et à stimuler la confiance sur le long terme.

Graphique 10

HOSE et HNX – Volume quotidien de transactions (\$ US)



Sources : Bloomberg, Fiera Capital, Bourse d'Hô Chi Minh (HOSE) et Bourse d'Hanoi (HNX).



Élan brisé : études de cas sur l'échec de certaines réformes

La prudence doit rester de mise chez les investisseurs, car pour chaque marché émergent qui a réussi à mettre en œuvre et à maintenir une réforme du marché domestique, il y en a un dont les mesures visant à libéraliser la participation au marché et promouvoir l'efficacité des capitaux n'ont pas porté fruit ou dont le contrôle des capitaux a eu pour effet de nuire à la liquidité du marché et à la confiance des investisseurs.



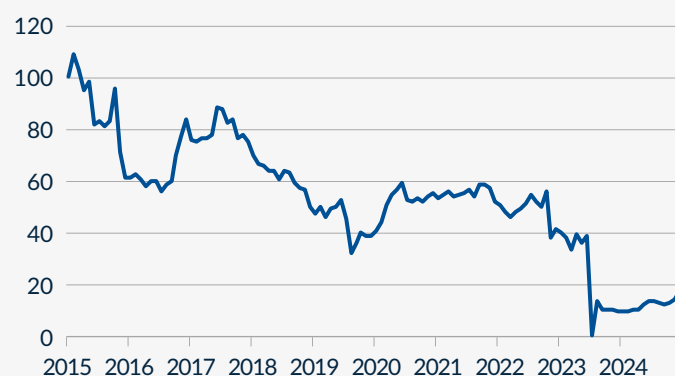
Les contrôles de capitaux au Nigeria en 2014

Après plusieurs mesures encourageantes destinées à libéraliser son marché intérieur, la Banque centrale du Nigeria (BCN) a imposé, à la mi-2014, des restrictions drastiques sur les flux sortants de capitaux étrangers avec l'objectif de protéger le naira dans un contexte de baisse des revenus pétroliers. Elle avait alors bloqué l'accès au marché au comptant de la plupart des utilisateurs professionnels et fortement réduit les transferts de fonds provenant de l'étranger. Initialement conçus afin de stabiliser les réserves monétaires, ces contrôles ont malheureusement déclenché une crise de confiance chez les investisseurs étrangers. Les sorties de capitaux étrangers se sont accélérées, propulsant le naira de 160 ₦/\$ US en janvier 2014 à 198 ₦/\$ US en décembre 2014, et ce malgré les restrictions. Le volume de négociation de la bourse a diminué de moitié et l'indice global des actions NGX s'est effondré de 25 % en 2014. Même après que la BCN ait graduellement levé ces contrôles en 2015 et 2016, la perception des investisseurs, qui craignent l'imprévisibilité sur les marchés, a pesé sur les valorisations pendant plusieurs années. Depuis, le multiple C-B prévisionnel a fait du surplace, entre 5x et 7x, ce qui est nettement inférieur à ses pairs des marchés émergents mondiaux, tandis que le volume de négociation n'a rebondi que lorsque la BCN a mis fin à la majorité des contrôles en 2018.



Graphique 11

Rendement de prix de l'indice MSCI Nigeria (\$ US)



Sources : MSCI et Fiera Capital. Le rendement antérieur n'est pas garant des rendements futurs. Tout placement comporte un risque de perte.



Les réformes avortées au Pakistan (2016-2023)

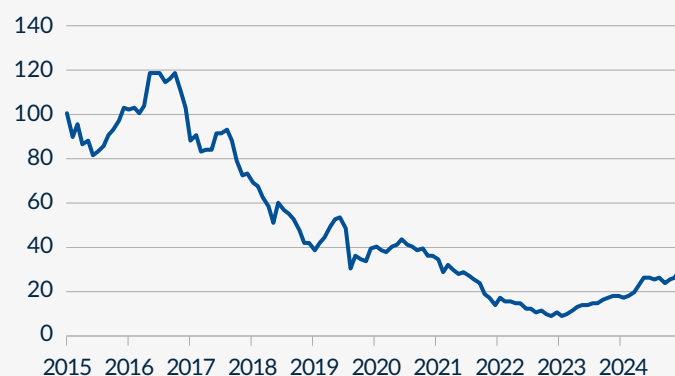
À partir de 2016, le Pakistan s'est lancé dans plusieurs réformes rapides des marchés des capitaux et du secteur financier. Le fer de lance de ce programme de réformes était la modernisation du système de retraite introduite par le projet de loi en 2017, la privatisation prévue des entreprises publiques et un mandat de la Commission des valeurs mobilières du Pakistan visant à élargir la base d'investisseurs au moyen de titres numériques.

Ces efforts ont toutefois été plombés par l'instabilité politique chronique, des crises causées par le déséquilibre de la balance commerciale et les changements sans préavis apportés à la politique du taux de change. La dévaluation graduelle de la monnaie en 2018, par exemple, qui a été réalisée avec l'aide du FMI pour renforcer la compétitivité, a fait bondir l'inflation à plus de 10 %, entraînant la chute du volume quotidien de négociation sur la bourse pakistanaise, qui est passé de 100 milliards PKR au début 2018 à 55 milliards PKR à la mi-2019. Les efforts de déréglementation déployés en 2020, qui visaient à libéraliser les limites d'investissements étrangers et à autoriser entièrement les IDE dans plusieurs secteurs, ont été freinés par le retrait de certains incitatifs fiscaux et une réglementation provinciale divergente, restreignant ainsi les entrées de capitaux. À la fin de 2022, un autre programme du FMI a provoqué, en seulement quelques jours, une dévaluation de 20 % de la roupie, entraînant du coup une chute de 30 % de l'indice KSE-100. Bien que la commission des valeurs mobilières ait adopté le processus de règlement T+1 en 2021 et une réforme sur le dépôt de titres numériques en 2022, les turbulences macroéconomiques soutenues et la volatilité de la devise ont maintenu le multiple C-B du Pakistan dans la fourchette de 4x à 7x, paralysant ainsi toute réévaluation à la hausse des valorisations au Pakistan.

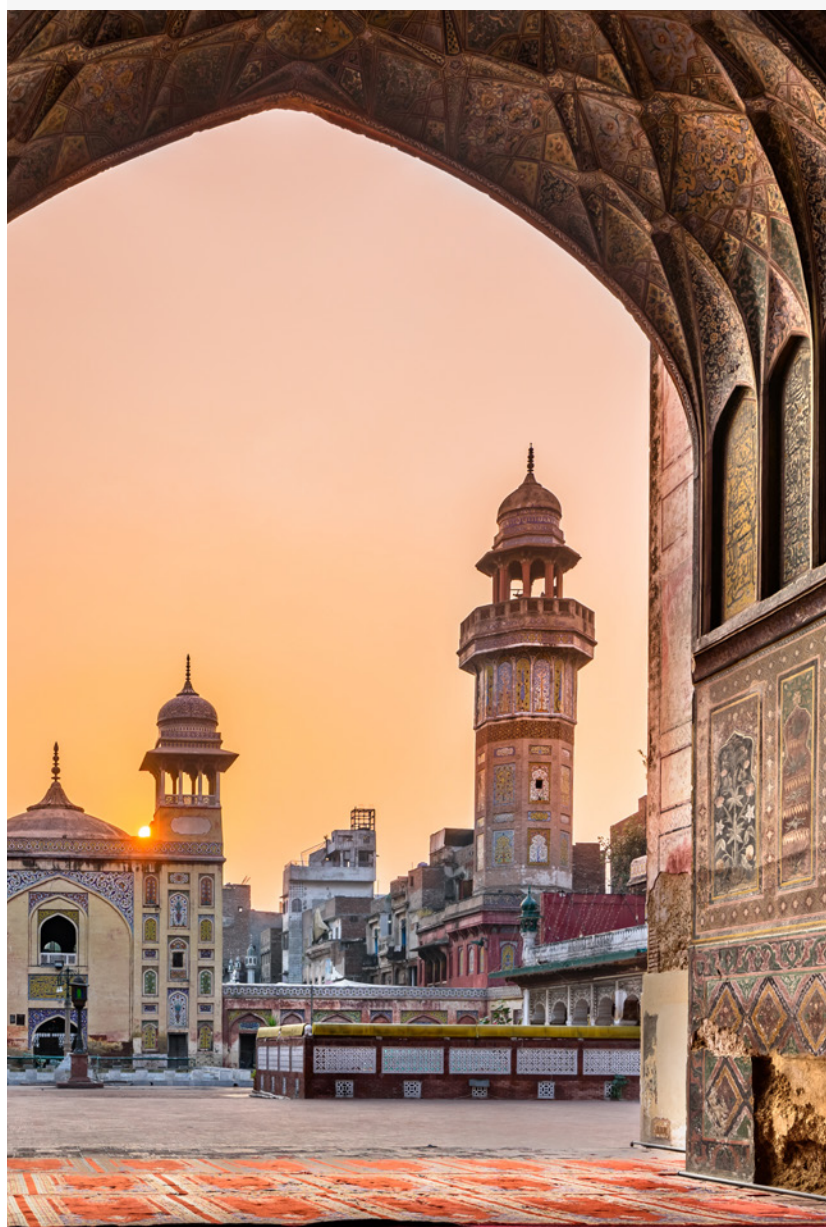
Nous devons attendre le début 2023, après l'adoption d'un régime de taux de change plus souple et d'une légère stabilisation de la situation macroéconomique, avant que les volumes de négociation et les valorisations recommencent à grimper. Cette situation démontre que toute réforme des marchés ne peut réussir sans un cadre macroéconomique crédible, une gouvernance stable et une gestion rigoureuse et prévisible du taux de change.

Graphique 12

Rendement de prix de l'indice MSCI Pakistan (\$ US)

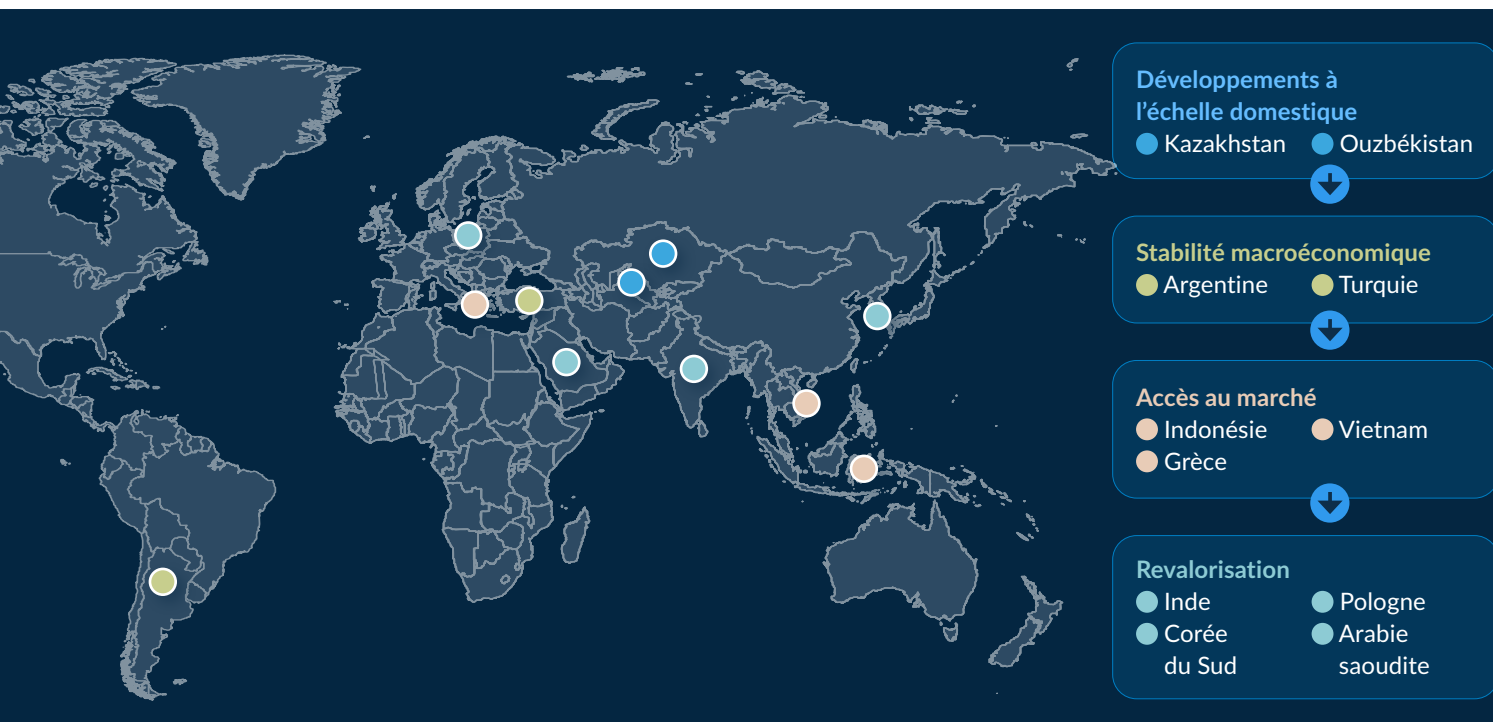


Sources : MSCI et Fiera Capital. Le rendement antérieur n'est pas garant des rendements futurs. Tout placement comporte un risque de perte.



Une nouvelle génération de réformes

Parmi les avantages notables de l'univers d'investissement des marchés émergents, notons ses caractéristiques variées et sa taille très vaste.



Nous constatons actuellement une nouvelle vague de réformes. Nous pouvons donc nous attendre à des inefficacités sur les marchés si les effets des réformes sont favorables aux actions domestiques. Le Vietnam et la Grèce dominent toujours quant aux valorisations et à la liquidité, tandis que l'Arabie saoudite, les Émirats arabes unis et l'Inde restent sur la bonne voie. La Corée du Sud, l'Indonésie, la Pologne et l'Argentine ne se situent pas à la même étape, mais ils pourraient grandement bénéficier si les programmes de réforme sont mis en œuvre efficacement. En ce qui concerne les marchés frontières négligés que sont le Kazakhstan et l'Ouzbékistan, par exemple, ils amorcent les premières étapes de réformes qui s'annoncent profondes et prometteuses.

1. Potentiel de revalorisation

Économies matures qui mettent en œuvre des réformes axées sur les valorisations



Corée du Sud : depuis le lancement du programme Value Up en 2023, les ratios cours-valeur comptable ont bondi de 30 %, à 1,2x, alors que le volume de négociation a augmenté de 40 %. Le mandat de réformes s'est avéré favorable au rendement des capitaux

propres, aux dividendes et à la gouvernance des chaebols. D'ailleurs, elles sont en mesure de réduire l'escompte de l'indice MSCI Marchés émergents de 2 à 3 points supplémentaires.



Pologne : bénéficiant de la présidence de l'Union européenne, le gouvernement déploie tous ses efforts au programme de déréglementation et de modernisation, à la réforme en profondeur de la loi sur les entreprises, à l'intégration du système de négociation WATS sur la Bourse de Varsovie, à l'expansion du programme d'investissement dans le capital humain et à la promotion de l'union des marchés des capitaux. Donald Tusk, le premier ministre du pays, a annoncé un programme d'investissement de 700 milliards PLN visant à numériser l'économie, à favoriser la transition énergétique et à réduire le fardeau administratif au moyen de l'élimination systématique des pénalités administratives et d'approbations automatiques. Les ratios C-B ont gagné 25 % et surpassent leurs homologues des principaux indices européens, et nous tablons sur un potentiel de réévaluation de 1,3x à mesure que les réformes institutionnelles progressent. Si le pays souhaite maintenir son élan, les dirigeants devront veiller à une mise en œuvre réussie de WATS d'ici novembre 2025, à une nette hausse de la participation aux caisses de retraite (actuellement 34 %) et à un apaisement des tensions politiques entre le gouvernement libéral et le président nationaliste, qui détient un veto sur toute réforme potentielle.

2. Accès au marché

Augmentation de la liquidité



Indonésie : la profonde transformation numérique s'accélère et comprend des projets de loi sur les actifs de cryptomonnaies, l'expansion du marché des sukuks, le développement d'une bourse du carbone et l'accès à la double inscription avec le marché de Hong Kong. Parmi les efforts de modernisation entrepris par l'autorité des services financiers de l'Indonésie (OJK), soulignons l'amélioration des cadres de prêts interbancaires, la restructuration de conglomerats financiers et la création de produits ESG. Les ratios C-B laissent entrevoir un potentiel de réévaluation de 1,4x et une croissance de 120 % du volume de transactions, alors que les participants au marché tentent de devenir les chefs de file régionaux en finance islamique. Afin de conserver cet élan, les autorités devront veiller à l'adoption efficiente des sukuks, à l'inscription de plusieurs grandes sociétés d'État sur le marché secondaire de Hong Kong, ainsi qu'à une intégration fluide des actifs numériques dans l'infrastructure traditionnelle des marchés des capitaux.

3. Stabilité macroéconomique

Des initiatives de stabilisation économique en prévision d'une réforme des marchés



Argentine : sous la direction du nouveau président, nous assistons à une refonte majeure de l'économie, sous la forme d'un assainissement budgétaire, de déréglementation, de la libéralisation de la devise, du retrait des contrôles de capitaux et de l'unification des taux de change. Les ratios C-B rebondissent d'ailleurs de leurs niveaux déprimés (environ 3x en 2022), et le volume de transactions augmentent, les investisseurs locaux et étrangers se positionnant en faveur d'une stabilisation potentielle de l'économie. L'atteinte des objectifs est fonction du contrôle rigoureux de l'inflation, d'une nouvelle vague de libéralisation des échanges commerciaux et des investissements, de même que de l'utilisation de cadres transparents pour les privatisations.



Turquie : le pays traverse l'un de ses cycles de réformes des marchés financiers et monétaires parmi les plus ambitieux des dernières décennies. Sous l'égide de l'équipe économique du président Erdogan et du gouverneur de la banque centrale, Fatih Karahan, les taux directeurs ont été relevés de 8,5 %, à 50 %, pour ensuite être abaissés à 46 %. L'inflation est ainsi passée d'un pic de 85 % à 38 % en mars 2025. Des mesures macroprudentielles, telles que le retrait graduel des dépôts protégés en devises étrangères, le resserrement des réserves obligatoires et l'absorption de l'excédent de liquidité en liras, ont renforcé le mécanisme de transmission monétaire.

4. Développements à l'échelle domestique

Premières étapes de l'ouverture du marché



Les autorités du **Kazakhstan** déploient actuellement une stratégie visant à améliorer l'accès des investisseurs étrangers et la liquidité du marché, par le biais du Astana International Financial Centre (AIFC). Depuis 2018, AIFC a établi des cadres juridiques et réglementaires internationaux, et ainsi attiré plus de 2,2 millions de comptes de particuliers et recueilli 2,3 milliards \$ (en date de la mi-2025). Le lancement de deux plateformes de négociation, AIX pour les investisseurs internationaux et KASE pour leurs homologues nationaux, a eu pour effet de doubler le volume quotidien de transactions à 420 millions \$, tandis que les ratios C-B ont augmenté de 22 % sur 5 ans, à 14,2x. Le marché institutionnel se développe rapidement au moyen des innovations en matière de sukuks et d'obligations vertes. Il nous faut souligner la première émission d'obligation de société conforme à la sharia, qui a été complétée en 2024, et pipeline de 1 milliard de dollars d'émissions d'obligations sur le thème ESG.

La durabilité de cet élan dépend de l'intégration réussie de AIFC-KASE d'ici le début 2026, du respect de toutes les exigences réglementaires applicables du FMI et des progrès réalisés dans le processus d'inclusion à l'indice MSCI Marchés émergents entre 2025 et 2027. Les améliorations continues apportées au mécanisme de règlements transfrontaliers (Clearstream) et l'expansion du marché des dérivés seront des éléments clés qui permettront au Kazakhstan de demeurer le centre financier d'Asie centrale.



Ouzbékistan : ce pays mène l'un des programmes de privatisation et de libéralisation du marché les plus ambitieux parmi les marchés émergents. Dans le cadre du programme de réformes du président Mirziyoyev, le fonds d'investissement national ouzbek, qui est géré par Franklin Templeton aux termes d'une entente conclue pour la période de 2025 à 2028, se prépare à la double inscription, à Londres et à Tachkent, au premier semestre de 2026. Le portefeuille du fonds, évalué à 1,68 milliard \$, détient une participation de 20 à 40 % dans 18 sociétés d'État stratégiques. Il est fondé sur le modèle Fondul Proprietatea de Roumanie, qui a généré des rendements de 6,9 milliards \$ pour ses actionnaires et représente le plus important PAPE réalisé en Europe en 2023. Le programme global de privatisation vise 115 entreprises, 659 propriétés et 6 100 hectares de terres, y compris plusieurs entreprises phares, telles que UzAuto Motors, MobiuZ et Uzbekistan GTL.

L'infrastructure du marché a aussi fait l'objet d'une mise à niveau de grande envergure, notamment l'intégration du terminal de Bloomberg, qui offre un accès en temps réel aux marchés mondiaux, et du mécanisme de règlement Clearstream, dont la fonction était d'accroître la participation des investisseurs institutionnels internationaux avant le PAPE.



Conclusion : du potentiel à la performance

La croissance économique représente un catalyseur fondamental du rendement des marchés boursiers, mais les réformes des marchés des capitaux constituent le vrai multiplicateur.

En accroissant la liquidité, en renforçant la gouvernance et en élargissant l'accès des investisseurs, les réformes peuvent convertir le potentiel macroéconomique en des rendements boursiers durables. Si les conditions sont réunies, 1 + 1 peut donner plus que 2. À l'heure actuelle, sur les marchés émergents, nous constatons que les meilleures opportunités se présentent lorsque la croissance économique est accompagnée de progrès tangibles et soutenus dans les réformes.

Le succès de cette formule ne dépend toutefois pas seulement des réformes. La stabilité des devises et de l'appareil politique, ainsi qu'une gestion macroéconomique prudente peuvent créer un environnement propice, mais celui-ci demeure insuffisant sans réformes sérieuses. Le Pakistan est un cas de figure. Malgré l'introduction de réformes des marchés des capitaux, telles que la coopération boursière tripartite avec le Bangladesh et le Sri Lanka ainsi que la modernisation du système des retraites et la libéralisation des règles sur la propriété étrangère, l'instabilité

politique, des crises régulières de l'endettement et les pressions continues sur la devise ont stoppé les progrès. Les conséquences sont la faible croissance du volume de transactions, l'absence de réévaluation à la hausse du ratio C-B et des escomptes importants sur les valorisations, ce qui démontre que les réformes à elles seules ne suffisent pas à compenser la fragilité macroéconomique.

Cette leçon est très pertinente pour des marchés comme l'Argentine, où un programme de réformes audacieuses est en cours, car le risque d'exécution demeure très élevé. Sans la stabilité macroéconomique et la continuité politique nécessaire pour soutenir les réformes sur une période de plusieurs années, la probabilité d'une réussite totale diminue considérablement.

Pour les gestionnaires actifs, la conclusion est simple : toute évaluation d'une réforme doit comprendre une analyse holistique des politiques envisagées, de la conjoncture économique et de l'environnement politique. Les preuves sont plutôt convaincantes. Lorsqu'elles sont soutenues par un contexte et une exécution stables, les réformes des marchés de capitaux peuvent créer des avantages concurrentiels durables et ainsi permettre aux pays de traduire la croissance économique en des rendements boursiers réels. Le lien entre le volume de transactions et les valorisations n'est pas seulement une observation théorique, il s'agit d'un cadre pratique pour identifier les pays dont les réformes peuvent donner les résultats escomptés et surpasser leurs homologues à terme.

fiera.com

Contact

Internationaldistribution@fieracapital.com

Avertissement important

Corporation Fiera Capital (« **Fiera Capital** ») est une société de gestion de placement mondiale indépendante qui offre des solutions multi-actifs personnalisées tirant parti d'un vaste éventail de catégories d'actifs marchés publics et privés à des clients institutionnels, des intermédiaires financier et de gestion privée en Amérique du Nord, en Europe et dans les principaux marchés en Asie et le Moyen-Orient. Fiera Capital est inscrite à la Bourse de Toronto sous le symbole « FSZ ». Fiera Capital n'offre pas de conseils en placement à des clients américains ni n'offre de services de conseils en placement aux États-Unis. Aux États-Unis, les services de gestion d'actifs sont fournis par les membres de groupe Fiera Capital, lesquelles sont inscrites à titre de conseillers en placement (investment advisers) auprès de la Securities and Exchange Commission (la « **SEC** ») des États-Unis ou dispensées d'inscription. L'inscription auprès de la SEC n'implique pas de niveau de compétence ou de formation précis. Chaque entité membre du même groupe que Fiera Capital (chacune étant désignée ci-après comme un « **membre de son groupe** ») ne fournit des services de conseil en placement ou de gestion d'investissements ou n'offre des fonds de placement que dans les territoires où le membre de son groupe est autorisé à fournir des services en vertu d'une dispense d'inscription ou dans les territoires où le produit est enregistré.

Le présent document est strictement confidentiel et il ne doit être utilisé qu'à des fins de discussion seulement. Son contenu ne doit pas être divulgué ni distribué, directement ou indirectement, à une partie autre que la personne à laquelle il a été remis et à ses conseillers professionnels.

Les informations présentées dans ce document, en totalité ou en partie, ne constituent pas des conseils en matière de placement, de fiscalité, juridiques ou autres, ni ne tiennent compte des objectifs de placement ou de la situation financière de quelque investisseur que ce soit. La source de toutes les informations est Fiera Capital, sauf indication contraire.

Fiera Capital et les membres de son groupe ont des motifs raisonnables de croire que le présent document contient des informations exactes à la date de sa publication; toutefois, aucune déclaration n'est faite quant à l'exactitude ou à l'exhaustivité de ces informations et il ne faudrait donc pas s'y fier. Fiera Capital et les membres de son groupe déclinent toute responsabilité à propos de l'utilisation du présent document.

Fiera Capital et les membres de son groupe ne recommandent aucunement d'acheter ou de vendre des titres ou des placements mentionnés dans du matériel de marketing. Les services de courtage ou de conseils ne sont offerts qu'aux investisseurs qualifiés conformément aux lois sur les valeurs mobilières applicables dans chaque territoire.

Le rendement passé d'un fonds, d'une stratégie ou d'un placement ne constitue pas une indication ou une garantie des résultats futurs. Les informations en matière de rendement supposent le réinvestissement de la totalité du revenu de placement et des distributions et elles ne tiennent pas compte

des frais ni de l'impôt sur le revenu payés par l'investisseur. Tous les placements comportent un risque de perte. Les rendements cibles sont prospectifs, ne représentent pas le rendement réel, il n'y a aucune garantie que ce rendement sera atteint et les résultats réels peuvent varier considérablement.

Le présent document peut contenir des « déclarations prospectives » qui reflètent les prévisions actuelles de Fiera Capital et/ou des membres de son groupe. Ces déclarations reflètent les opinions, les attentes et les hypothèses actuelles en ce qui concerne les événements futurs et sont fondées sur les informations présentement disponibles. Bien qu'elles soient fondées sur ce que Fiera Capital et les membres de son groupe estiment être des hypothèses raisonnables, rien ne garantit que les résultats, le rendement ou les réalisations réels seront conformes à ces déclarations prospectives. Fiera Capital et les membres de son groupe ne sont pas tenus de mettre à jour ni de modifier les déclarations prospectives du fait de nouvelles informations, d'événements nouveaux ou pour tout autre motif.

Les données en matière de stratégie, comme les ratios et les autres indicateurs, pouvant figurer dans ce document, sont fournies à titre de référence seulement et elles peuvent être utilisées par les investisseurs éventuels pour évaluer et comparer la stratégie. D'autres indicateurs sont disponibles et ils devraient également être pris en compte avant d'investir, car ceux qui sont mentionnés dans ce document sont choisis par le gestionnaire de manière subjective. Une pondération différente de ces facteurs subjectifs mènerait probablement à des conclusions différentes.

Les informations en matière de stratégie, y compris les données sur les titres et sur l'exposition, ainsi que d'autres caractéristiques, sont valides à la date indiquée, mais elles peuvent changer. Les titres spécifiques mentionnés ne sont pas représentatifs de tous les placements et il ne faut pas présumer que les placements indiqués ont été ou seront rentables.

Le rendement et les caractéristiques de certains fonds ou stratégies peuvent être comparés à ceux d'indices réputés et largement reconnus. Les titres peuvent toutefois différer considérablement de ceux qui composent l'indice représentatif. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les investisseurs qui ont pour stratégie de suivre un indice peuvent obtenir des rendements supérieurs ou inférieurs à ceux de l'indice. En outre, ils devront payer des frais qui réduiront le rendement de leurs placements, alors que le rendement de l'indice n'est pas affecté par des frais. En règle générale, un indice utilisé pour évaluer le rendement d'un fonds ou d'une stratégie, selon le cas, est celui dont la composition, la volatilité ou d'autres éléments se rapprochent le plus de ceux du fonds ou de la stratégie.

Tout placement comporte divers risques que les investisseurs éventuels doivent examiner attentivement avant de prendre une décision de placement. Aucune stratégie de placement ni technique de gestion des risques ne peut garantir des rendements ou éliminer les risques, peu importe les conditions du marché.

Chaque investisseur est tenu de lire tous les documents constitutifs connexes et de consulter ses propres conseillers concernant les questions juridiques, fiscales, comptables, réglementaires et connexes avant d'effectuer un placement.

Les objectifs, les engagements, les mesures incitatives et les initiatives en matière d'ESG ou d'impact décrits dans ce document sont purement volontaires, peuvent avoir une incidence limitée sur les décisions d'investissement et/ou la gestion des investissements et ne constituent pas une garantie, une promesse ou un engagement concernant les répercussions ou les résultats positifs réels ou potentiels associés aux investissements effectués par les fonds gérés par la firme. La firme a établi, et pourrait établir à l'avenir, certains objectifs, engagements, mesures incitatives et initiatives en matière d'ESG ou d'impact, y compris, sans s'y limiter, ceux liés à la diversité, à l'équité, à l'inclusion et à la réduction des émissions de gaz à effet de serre. Les objectifs, les engagements, les mesures incitatives et les initiatives en matière d'ESG ou d'impact mentionnés dans les documents d'information, rapports ou communications publiés par la firme ne sont pas promus et ne lient aucune décision d'investissement prise à l'égard des fonds gérés par la firme ou de la gestion de fonds gérés par la firme aux fins de l'article 8 du Règlement (UE) 2019/2088 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers. Toute mesure mise en œuvre à l'égard de ces objectifs, engagements, mesures incitatives et initiatives en matière d'ESG ou d'impact pourraient ne pas s'appliquer immédiatement aux investissements des fonds gérés par la firme et toute mise en œuvre pourrait être annulée ou ignorée à la seule discrétion de la firme.

Rien ne garantit que les politiques et procédures ESG décrites dans le présent document, y compris les politiques et procédures relatives à l'investissement responsable ou à l'application de critères ou d'examen ESG au processus d'investissement, seront maintenues; ces politiques et procédures pourraient changer, même de manière significative matériel, ou ne pas être appliquées à un investissement particulier.

Les risques suivants peuvent être inhérents aux fonds et aux stratégies mentionnés sur ces pages.

Risque lié aux actions : la valeur d'une action peut diminuer rapidement et peut rester faible indéfiniment. **Risque de marché** : la valeur de marché peut fluctuer à la hausse ou à la baisse en fonction d'un changement des conditions du marché ou de l'économie. **Risque de liquidité** : la stratégie peut ne pas être en mesure de trouver un acheteur pour ses investissements lorsqu'elle cherche à les vendre. **Risque général** : tout investissement qui offre la possibilité de réaliser des profits peut également entraîner des pertes, y compris la perte de capital. Le **Risque ESG et de durabilité** peut avoir un impact négatif important sur la valeur d'un investissement et le rendement du portefeuille. Le **Risque de concentration géographique** peut avoir pour conséquence que le rendement en raison des conditions des pays ou des régions dans lesquels les actifs du portefeuille sont concentrés. **Risque lié au portefeuille d'investissement** : l'investissement dans des portefeuilles comporte certains risques auxquels un investisseur ne

serait pas confronté s'il investissait directement sur les marchés.

Le **Risque opérationnel** peut entraîner des pertes à la suite d'incidents causés par des personnes, des systèmes et/ou des processus. **Projections et conditions de marché** : Nous pouvons nous appuyer sur des projections élaborées par le gestionnaire de placements ou une entité de portefeuille concernant le rendement futur d'un portefeuille d'investissement de portefeuille. Les projections sont intrinsèquement sujettes à l'incertitude et à des facteurs indépendants de la volonté du gestionnaire et de l'entité de portefeuille. **Réglementation** : Les activités du gestionnaire peuvent être soumises à de nombreuses lois et réglementations générales et spécifiques au secteur. Les stratégies privées ne sont pas soumises aux mêmes exigences réglementaires que les stratégies enregistrées. **Absence de marché** : Les parts de société en commandite sont vendues dans le cadre d'un placement privé en vertu d'exemptions de prospectus et d'exigences d'enregistrement prévues par les lois sur les valeurs mobilières applicables et sont assujetties à des restrictions de transfert en vertu de ces lois. Veuillez vous référer à la Notice confidentielle de placement privé pour de plus amples informations sur les risques inhérents aux fonds et stratégies mentionnés dans le présent document. **Risque lié aux événements météorologiques et de force majeure** : Certains actifs d'infrastructure dépendent des conditions météorologiques et atmosphériques ou peuvent être soumis à des événements catastrophiques et à d'autres événements de force majeure. **Les conditions météorologiques** représentent un risque opérationnel important pour l'agriculture et la sylviculture. **Prix des matières premières** : Les flux de trésorerie et les résultats d'exploitation de la stratégie dépendent fortement des prix des produits de base agricoles, qui sont susceptibles de fluctuer de manière significative au fil du temps. **L'eau** est d'une importance primordiale pour la production agricole. **Risque lié aux tiers** : Les rendements financiers peuvent être affectés par la dépendance à l'égard de partenaires tiers ou par la défaillance d'une contrepartie.

Pour d'autres risques, nous vous renvoyons au prospectus du fonds concerné.

Royaume-Uni : Le présent document est publié par la société Fiera Capital (UK) Limited, un membre du groupe de Corporation Fiera Capital. Fiera Capital (UK) Limited est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et inscrite auprès de la Securities and Exchange Commission (« SEC ») des États-Unis en tant que conseiller en placement. L'inscription auprès de la SEC ne suppose pas un certain niveau de compétence ni de formation.

Abu Dhabi Global Markets : Le présent document est publié par Fiera Capital (UK) Limited, un membre du groupe de Corporation Fiera Capital. Fiera Capital (UK) Limited est réglementée par la Financial Services Regulatory Authority.

Royaume-Uni – Fiera UK Real Estate : Le présent document est publié par Fiera Real Estate Investors UK Limited, un membre du groupe de Corporation Fiera Capital. Fiera Real Estate Investors UK Limited est autorisée et réglementée par l'Autorité de conduite financière (Financial Conduct Authority) au Royaume-Uni.

Espace économique européen (« EEE ») : Le présent document est produit par la société Fiera Capital (Germany) GmbH (« **Fiera Germany** »), un membre du groupe de Corporation Fiera Capital. Fiera Germany est autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance financière (BaFin), la succursale néerlandaise est réglementée par la BaFin et l'Autoriteit Financiële Markten (« **AFM** »).

États-Unis : Ce document est publié par Fiera Capital Inc. (« **Fiera USA** »), un membre du groupe de Corporation Fiera Capital. Fiera USA est un conseiller en placement basé à New York enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission (« **SEC** »). L'inscription auprès de la SEC ne suppose pas un certain niveau de compétence ni de formation.

États-Unis – Fiera Infrastructure : Le présent document est produit par Fiera Infrastructure Inc. (« **Fiera Infrastructure** »), un membre du groupe de Corporation Fiera Capital. Fiera Infrastructure est inscrite à titre de conseiller assujéti dispensé auprès de la Securities and Exchange Commission (« **SEC** »). L'inscription auprès de la SEC ne suppose pas un certain niveau de compétence ni de formation.

États-Unis – Fiera Comox : Le présent document est publié par Fiera Comox Partners Inc. (« **Fiera Comox** »), une société affiliée de Corporation Fiera Capital. Fiera Comox est inscrite à titre de conseiller en placement auprès de la Securities and Exchange Commission (« **SEC** »). L'inscription auprès de la SEC n'implique pas un certain niveau de compétence ou de formation.

Canada

Fiera Immobilier Limitée (« Fiera Immobilier »), une filiale en propriété exclusive de Corporation Fiera Capital, est un gestionnaire de placements immobiliers par l'entremise d'une gamme de fonds d'investissement.

Fiera Infrastructure Inc. (« Fiera Infra »), une filiale de Corporation Fiera Capital, est un important investisseur en infrastructures directes du marché intermédiaire qui exerce ses activités à l'échelle mondiale dans tous les sous-secteurs de la classe d'actifs liés aux infrastructures.

Partenaires Fiera Comox inc. (« Fiera Comox »), une filiale de Corporation Fiera Capital, est un gestionnaire de placements mondial qui gère des stratégies privées alternatives dans les secteurs du crédit privé, de l'agriculture, des placements privés et des terrains forestiers exploitables.

Fiera Dette Privée Inc. (« Fiera Dette Privée »), une filiale de Corporation Fiera Capital, qui offre des solutions d'investissement novatrices à un large éventail d'investisseurs en s'appuyant sur deux stratégies distinctes de dette privée : la dette d'entreprise et la dette d'infrastructure.

Veuillez trouver un aperçu des inscriptions de Corporation Fiera Capital et de certaines de ses filiales ici : <https://www.fieracapital.com/fr/inscriptions-et-autorites>.
Version STRFRE004