

L'Euro détériore-t-il les possibilités de diversification ?

Jean-Pierre Danthine

Jusque récemment il semblait y avoir un consensus sur le fait que l'arrivée de l'euro allait diminuer les possibilités de diversification au sein de la zone euro. Deux raisons étaient généralement évoquées. Le premier est l'élimination d'un facteur de risque, le risque de change, susceptible d'introduire des divergences dans les rendements. L'autre fait référence à la convergence des structures économiques et à la plus grande synchronisation des cycles qui résulteraient du processus d'intégration économique et monétaire. Pour ces deux raisons, l'euro semblait devoir entraîner une augmentation des corrélations entre rendements boursiers nationaux, au point de remettre en question, selon beaucoup d'analystes, la pratique répandue d'allouer les actifs par pays.

Les études effectuées en anticipation de l'arrivée de l'union monétaire semblaient confirmer ces préjugés. Comme le montre le diagramme 1, une comparaison des corrélations entre les rendements boursiers, mesurées pays par pays au sein de la zone euro, montrait presque systématiquement une augmentation de la corrélation bilatérale dans la période dite de convergence (1995-2001) par rapport à la période (de même longueur) qui a directement précédé (1988-94). Un examen plus approfondi conduisait cependant à atténuer la responsabilité du facteur « élimination des risques de change ». En effet, la même analyse effectuée sur les rendements boursiers purgés de toute fluctuation de change (en convertissant en euro, par anticipation, l'ensemble des monnaies concernées au taux de change du 1<sup>er</sup> janvier 1999) conduisait au même résultat. Derrière le diagramme 1, on pouvait dès lors penser discerner l'impact de l'union économique et monétaire sur les structures industrielles et les cycles économiques conduisant à une plus grande synchronisation des rendements boursiers sur les marchés de la zone euro. Ce résultat est intuitif bien que non garanti par la théorie économique, laquelle est agnostique sur la question de savoir si une plus grande intégration économique (et monétaire) conduit nécessairement à une plus grande synchronisation des cycles et à une convergence des structures.

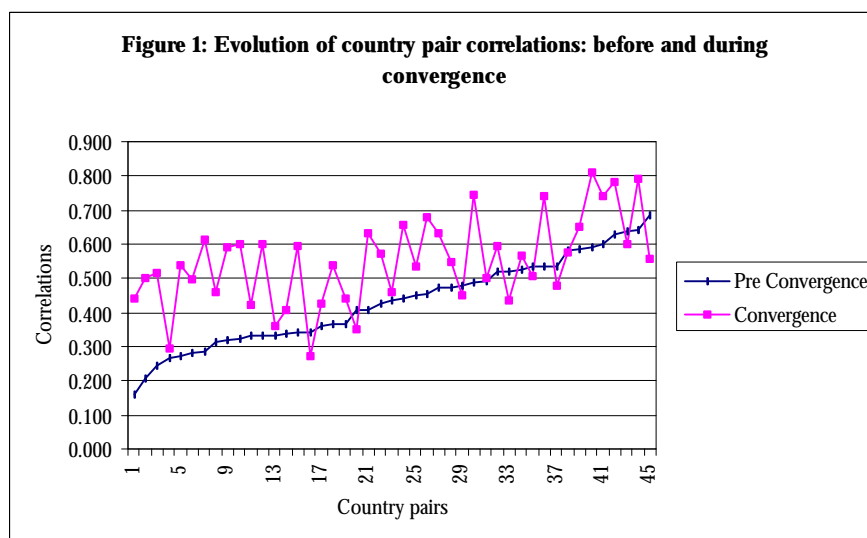
La surprise vient de ce que ce raisonnement se trouve infirmé par les observations sur les rendements boursiers faites depuis 1999. Ainsi le diagramme des corrélations bilatérales entre rendements portant sur la période postérieure à l'introduction de l'euro, comparé à la période que la précède immédiatement, est presque le miroir inverse du diagramme 1. Il fait apparaître en particulier que les deux années qui ont suivi le 1<sup>er</sup> janvier 1999 ont constitué deux années propices à la diversification par pays dans la zone euro. L'hypothèse que l'intégration économique cause un accroissement des corrélations entre les rendements apparaît ainsi falsifiée. La justification d'une réorganisation de l'analyse financière par secteur plutôt que par pays semble devoir être mise en doute elle aussi.

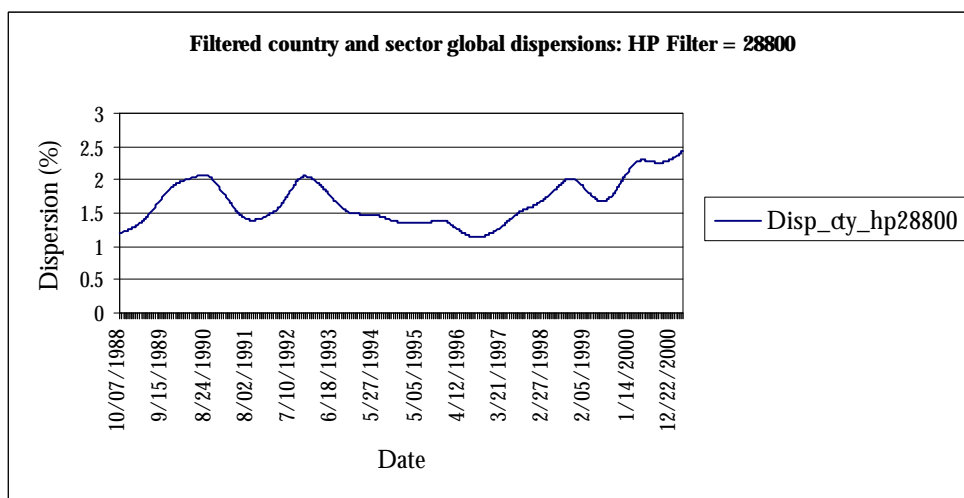
Les gains liés à la diversification internationale proviennent de ce que sur une période donnée les facteurs spécifiques affectant les rendements boursiers dans un pays donné peuvent diverger des facteurs spécifiques affectant les rendements dans le pays voisin. L'étude traditionnelle de cette problématique fondée sur la mesure de la corrélation entre les rendements des pays (ou secteurs) en question est gourmande en données

temporelles et peu appropriée pour discerner une évolution trop récente dans la synchronisation des rendements. Pour en avoir le cœur net, on peut utiliser le concept de dispersion en coupes transversales introduit par Solnik et Roulet (2000). Il s'agit simplement de prendre semaine après semaine une mesure des écarts entre les rendements enregistrés dans les pays de la zone euro. L'écart-type des rendements hebdomadaires fait parfaitement l'affaire. On obtient ainsi une mesure d'écart type pour chaque semaine d'observation (652 dans notre cas pour un échantillon de rendements allant jusqu'au 31 mars 2001). L'idée est simple : lorsque l'écart type est élevé, les rendements ont été fort différents sur les différents marchés de la zone euro et les possibilités de diversification ont été élevées. Lorsque l'écart-type est petit, les rendements pendant la semaine d'observation ont été très proches les uns des autres, et le potentiel de diversification a été faible. On a ainsi une possibilité de prendre le pouls du potentiel de diversification d'une manière quasi instantanée.

Une telle analyse révèle, de manière non surprenante, que la dispersion des rendements varie fortement d'une semaine à l'autre. En lissant les résultats bruts obtenus, on détecte cependant une évolution à basse fréquence extrêmement intéressante. Notre deuxième diagramme montre le résultat d'un tel lissage. Il permet de relever en particulier la franche évolution à la hausse enregistrée depuis la fin de 1996. Des dispersions élevées signalent des corrélations faibles et donc de bonnes possibilités de diversification. On confirme ainsi ce que l'étude des corrélations nous avait appris. Mais on obtient surtout un diagnostic plus fin : la période post-euro a en fait connu des niveaux de dispersion qui ont dépassé les sommets précédemment atteints en mi-1990 et fin-1992 ; la phase de dispersion croissante enregistrée depuis fin 1996 n'a peut-être pas atteint son sommet; et surtout l'évolution temporelle des corrélations met en évidence l'existence de mouvements lents, voire de cycles éventuels, inexpliqués à ce jour et requérant énormément de prudence avant d'attribuer à l'euro la paternité de phénomènes récents. En particulier, le diagramme 2 invalide l'hypothèse que les possibilités de diversification dans la zone euro ont été diminuées de manière permanente en conséquence au processus d'intégration économique et monétaire.

Professeur, HEC-Lausanne et Directeur du Centre International FAME





### Pour en savoir plus.

Les résultats et diagrammes ci-dessus sont détaillés et la méthodologie utilisée précisée dans Adjaoute et Danthine, « EMU and Portfolio Diversification opportunities » *FAME Research paper 31*, and « Portfolio Diversification : Alive and Well in Euroland » *FAME Research paper 32*. Solnik et Roulet, « Dispersion as cross-sectional correlation » a paru dans le *Financial Analysts Journal*, Janvier/février 2000. La discussion ci-dessus porte spécifiquement sur l'impact de l'euro sur la corrélation entre les rendements boursiers nationaux. Elle est reliée à une problématique plus large cherchant à identifier l'importance relative des facteurs « pays » et des facteurs « secteurs industriels » sur les rendements. Pour une application récente, voir Hamelink, Harasty et Hillion, "Country, Sector or Style, What matters most when constructing global equity portfolio? An empirical investigation 1990-2001", *FAME Research paper 36*.