

Document

Pourquoi les fonds des marchés émergents vont continuer à surpasser les autres ? (19.04)

JDF - 17.04.

Les actions des marchés émergents sont encore abordables. Très diversifiés, tant en style de gestion que sur le plan de la couverture géographique, nos trois gérants de fonds voient de multiples raisons d'investir dans cette classe d'actifs.

LE JOURNAL DES FINANCES. Quel est le potentiel de croissance économique des pays émergents face à des pays industrialisés englués dans une reprise lente ?

GUILLAUME DE CORBIAC (Axa Investment Managers Paris) : Tout d'abord, il est important de préciser que les marchés dits émergents ne constituent pas un ensemble homogène, loin de là. Ils ont des histoires, des réalités politiques, économiques et sociales parfois radicalement différentes. En outre, la définition financière des indices des marchés émergents évolue avec le temps. Ainsi Israël est récemment sorti de la liste des pays émergents alors que la Corée du Sud y est encore. Aussi, pour faire simple, l'univers d'investissement de notre fonds porte sur l'ensemble des pays du monde hors Etats-Unis, Japon, Europe de l'Ouest et Australie, et, au sein de cet univers, nous privilégions les pays ayant une économie diversifiée et une vraie liberté d'entreprendre.

ROMAN PODKOLZINE (BNP Paribas Investment Partner) : Dans les pays émergents, on trouve de la croissance économique qui se traduit en profitabilité supérieure. Depuis dix ans, le ratio de retour sur actifs nets dans les marchés émergents est supérieur à celui des pays développés. La croissance des bénéfices attendus pour 2010 et 2011 est meilleure ou, au pire, semblable, tandis que les valorisations sont faibles. Sur les cinq à dix dernières années, la décote allait de 15 à 20 %. Elle s'est amoindrie mais existe toujours, alors qu'en fait ces marchés justifieraient une prime. Ils présentent donc des opportunités d'achat. La Russie est l'un des marchés les moins chers, non parce que les entreprises ne font pas de bénéfice, mais surtout parce que les investisseurs ont peur d'acheter.

Autre raison d'investir : il y a cinq à sept ans, le poids des émergents était de 5 % dans l'indice MSCI Monde, il approche maintenant les 15 %. Dans ces conditions, tout investisseur qui accepte le risque marchés émergents devrait y consacrer 15 % de son portefeuille pour avoir une exposition neutre par rapport à cet indice mondial. Nous pensons que le poids des émergents va continuer à augmenter. Les investisseurs qui ne veulent pas être en retard par rapport au marché devraient donc y placer 18 à 20 % de leur portefeuille.

LAURENT BOUDOUIN (Stelphia Asset Management) : On a vécu, depuis le début des années 80, dans un modèle économique dont le cycle s'est achevé avec la faillite de la banque Lehman Brothers. C'est celui de l'économie globalisée, favorisant l'exportation et un partage de la valeur ajoutée plus favorable à l'actionnaire qu'au salarié.

Le balancier repart progressivement dans l'autre sens. On va voir prochainement émerger des modèles fondés sur la demande.

Les actifs réels, dont les matières premières, resteront donc bien orientés. Dans l'Europe émergente, les pays riches en ressources comme la Russie et le Kazakhstan vont continuer à avoir un taux de croissance de 5 à 6 %. Au fil du rééquilibrage de la croissance mondiale, des pays comme la Pologne ou la République tchèque, dont les taux de croissance sont actuellement de 3 à 4 %, vont pouvoir les porter à 5 % car ils sont devenus la base arrière de l'industrie européenne.

En Amérique latine, les taux de croissance des grands pays sont compris entre 3 et 6 %. En Asie, la situation est très différente car nous avons plusieurs grandes économies au-dessus de 5 % de croissance, dont la Chine. Dans un contexte de demande plus marquée, le statut d'importateur de matières

premières de ce pays pourrait progressivement ramener sa croissance vers 5 à 6 %. Il y a donc une cohérence entre tous ces pays et un fort décalage par rapport aux pays matures.

LE JOURNAL DES FINANCES. Faut-il préférer les pays émergents les plus avancés ou ceux qui sont au premier stade du développement ?

LAURENT BOUDOUIN : Depuis la crise de 1997, un certain nombre de grands pays émergents comme l'Inde, la Chine, le Brésil, la Corée ont déjà connu un rattrapage important, et les perspectives y restent favorables. Dans les pays neufs, préémergents, nous n'avons pas de marché.

En Ukraine, le PIB a baissé de 40 % par rapport à 1989, si bien que les perspectives de développement économique sont absolument considérables, mais il est difficile d'y investir. Il en va de même en Afrique, où beaucoup de pays sont à la limite de l'émergence. Nous préférons donc la zone intermédiaire, où nous trouvons beaucoup de pays en situation de rattrapage d'après-crise économique, et le traumatisme subi à la suite de la chute du Mur. D'où un potentiel important pour toute la région allant de la Russie à l'Europe convergente et émergente.

GUILLAUME DE CORBIAC : Nous sommes particulièrement investis en Asie car nous y avons rencontré beaucoup d'entrepreneurs, et l'esprit d'entreprise y est largement encouragé. Nous achetons des titres de sociétés dans lesquelles les dirigeants sont impliqués personnellement et assument à long terme les risques de leurs décisions. La compréhension que nous pouvons avoir de l'activité de l'entreprise et surtout de la vision à long terme du dirigeant est centrale pour nous. Dans le portefeuille, nous distinguons les « pays-continent » des « petits pays » dont le rayonnement entrepreneurial peut parfois toucher tout un continent. Ainsi, en Inde, en Chine et au Brésil, les entrepreneurs se développent d'abord dans leur village ou leur ville, puis en cas de succès touchent rapidement les villes et régions environnantes, jusqu'à arriver dans certains cas à des populations très importantes. En revanche, en Israël, en Malaisie, au Chili ou à Singapour, par exemple, l'entreprise sera rapidement incitée à se tourner vers l'exportation et à étendre une grande partie de ses activités et de son influence dans les pays limitrophes.

ROMAN PODKOLZINE : Notre univers d'investissement est celui des pays utiles, c'est-à-dire ceux qui ont une croissance supérieure aux marchés développés, un contexte institutionnel et des infrastructures financières relativement stables qui permettent l'accès à des investisseurs non résidents. Là, on peut investir parce qu'il y a un potentiel de croissance et que ce potentiel ne risque pas d'être perturbé par des risques non identifiables.

Heureusement, cette définition correspond aux principaux indices, comme le MSCI et le FTSE, auxquels nous ajoutons certains pays. Ainsi, les indices MSCI excluent l'Arabie saoudite alors que nous pouvons accéder à ce marché via des obligations liées aux actions ou à des paniers d'actions. Or, au Moyen-Orient, c'est le pays le plus stable de la région. Avant d'investir, nous prenons en compte les critères de liquidité afin de n'acheter que des instruments que l'on arrivera à vendre ensuite.

Nous adoptons des styles différents selon les orientations de nos fonds. Pour ceux qui sont spécialisés sur un pays ou sur une région, nous nous appuyons sur l'expertise de partenaires chargés de sélectionner les valeurs. Leurs biais sont très variables. En Russie, notre gérant privilégie les valeurs moyennes, ce qui lui permet de trouver des idées nouvelles à gros potentiel, alors qu'en Amérique latine il fait de la sélection de valeurs en privilégiant les sociétés en forte croissance. En revanche, pour un fonds global, le portefeuille ne peut pas être construit par 150 gérants locaux, car il faut avoir une seule équipe. L'approche est alors stratégique et macroéconomique, en étudiant les principaux agrégats, les devises et les valorisations.

LE JOURNAL DES FINANCES. L'inflation est-elle encore un risque fort dans les pays émergents les plus dynamiques ?

LAURENT BOUDOUIN : Les pays les plus dynamiques sont situés pour une bonne part en Asie. L'inflation atteint 6,5 % en Inde, 5,5 % en Indonésie, 7 % en Turquie. Les banques centrales de ces pays ont mené des politiques monétaires assez orthodoxes. Toutefois, la question du « risque pays » est déjà présente pour les pays développés et pourrait s'étendre aux marchés émergents dans le futur. Dans un contexte où les prix des matières premières restent bien orientés, les pays les plus dynamiques, très importateurs d'énergie, devront adopter une politique monétaire plus restrictive pour conserver leur crédibilité.

GUILLAUME DE CORBIAC : Notre portefeuille est diversifié entre des régions très différentes, ce qui nous permet de diluer le risque inflationniste. Ce qui compte pour nous, c'est essentiellement de trouver de bonnes valeurs de croissance en identifiant des entrepreneurs susceptibles d'inventer de nouveaux modèles économiques. La croissance des marchés émergents ne provient pas seulement du recours à une main-d'œuvre bon marché ni de l'exploitation de matières premières, mais de plus en plus de la capacité d'innovation.

Les gouvernements locaux ont compris que les entrepreneurs trouvaient des solutions concrètes à de nombreux problèmes de développement et qu'il fallait les encourager. Dans le secteur des énergies alternatives, c'est flagrant : les acteurs des pays émergents font aujourd'hui partie des principaux acteurs mondiaux. Pourquoi ? Non pas grâce à des investissements publics, mais parce que des entrepreneurs visionnaires et ambitieux, qu'ils soient indiens, chinois ou israéliens, se sont lancés sur ce marché il y a vingt ans. Avec le microcrédit, qui n'était pas utilisé en Europe, un nouveau modèle économique a vu le jour, qui répond à une véritable demande des populations les plus pauvres.

ROMAN PODKOLZINE : Dans les pays émergents d'Asie, les indices d'inflation comportent de 40 à 50 % de produits alimentaires, l'énergie ne joue pas un rôle principal. En outre, on compare les derniers indices d'inflation avec ceux de mars 2009, qui étaient tombés à un niveau très bas en raison de la crise de confiance. Il vaut mieux actuellement surveiller la progression de l'inflation d'un mois sur l'autre. On voit poindre de légères tensions dans certains pays. C'est ce qui a conduit la Banque centrale indienne à relever ses taux directeurs. La Chine et le Brésil pourraient utiliser d'autres moyens. Il ne faut pas oublier que la plupart des banques centrales des pays émergents ont acquis une crédibilité énorme au cours des cinq à dix dernières années car elles ont mis en œuvre une politique monétaire restrictive avant la crise. L'inflation reste un sujet de préoccupation car en Amérique latine elle était au début de toutes les crises. Quand Lula a été élu en 2002, l'inflation atteignait 25 %, ce qui obligeait les entreprises à se financer sur le marché international et détériorait la balance des capitaux du Brésil.

Aujourd'hui, avec une inflation à 6 %, les banques brésiliennes se financent à 80 % sur le marché intérieur, il n'y a pas de dépendance aux capitaux étrangers. En outre, les taux d'intérêt se répercutent favorablement sur la valorisation des actions. Nous estimons que les marchés émergents sont arrivés juste au début du cycle de croissance, qui repose sur plusieurs piliers, dont une inflation maîtrisée.

LE JOURNAL DES FINANCES. Sur les marchés émergents, les Bourses sont très dépendantes des flux des investisseurs étrangers. Est-ce toujours le cas ?

LAURENT BOUDOUIN : Il existe encore peu d'investisseurs institutionnels locaux. Cependant, au cours des dix dernières années plusieurs pays émergents ont réfléchi à la création d'un régime de retraite par capitalisation en plus d'un système par répartition. On a donc vu l'émergence d'un certain nombre de fonds de pension, notamment en Pologne, où 7 % des cotisations vieillesse sont versées dans de tels fonds, dont une large part des actifs est investie dans les marchés locaux.

En dehors de la Pologne, l'Europe de l'Est reste dépendante des flux étrangers. Ainsi, la Russie a toujours besoin de financements externes, à la différence du Brésil ou de la Chine.

GUILLAUME DE CORBIAC : Du fait de la perception plus risquée des marchés émergents par les investisseurs étrangers, ceux-ci avaient retiré leurs avoirs très rapidement dès le début de la crise financière, alors même que les sociétés dans lesquelles ils étaient investis étaient bien moins fragiles que celles des pays industrialisés. En période de crise, la majorité des investisseurs se replie sur leur marché national. Ainsi, sur les pays émergents, certaines sociétés ont été bradées en Bourse à un prix inférieur à leur trésorerie. Les vendeurs ne regardaient même pas la nature de l'actif dont ils se défaisaient dans une réaction de panique classique. C'est pourquoi les pays émergents ont tout intérêt à développer leurs fonds de pension intérieurs pour atténuer les effets très violents de ces réactions globales. En Amérique latine, le Chili a mis en place une véritable démocratie et organisé un système de fonds de pension, appelés AFP, qui joue ce rôle stabilisateur et qui a permis au pays de se développer à grande vitesse depuis vingt ans.

ROMAN PODKOLZINE : Il est toujours très difficile de savoir d'où vient la liquidité, des investisseurs locaux ou des non-résidents. En Chine et en Inde, il y a un contrôle des capitaux et un régime des investisseurs qualifiés, ce qui permet de savoir d'où vient l'argent.

Ensuite, il y a des pays où on ne le sait pas trop. Les Turcs plaisaient parfois en disant que leur Bourse est une filiale du London Stock Exchange car 60 % du volume provient des non-résidents, mais une large proportion de ce flux est apporté par les filiales étrangères des banques turques. En Russie, le marché est segmenté entre les actions reflètes cotées à l'étranger et les titres cotés en local. Mais pools de liquidité, investisseurs locaux et étrangers peuvent intervenir, si bien qu'il est difficile de connaître l'origine des flux. Les marchés sont très variables et la dynamique des flux est importante, surtout pendant les périodes d'engouement. En 2007, juste avant la crise, les fonds émergents ont accueilli cinq fois plus de flux qu'au cours des cinq années précédentes. Le problème, c'est que trop de gens ont investi et sont sortis en même temps.

Aujourd'hui, l'abondante liquidité mondiale cherche des supports d'investissement viables, il n'est donc pas étonnant de voir qu'autant de flux entrent sur les marchés émergents.