

# LES TABLES RONDDES DE FUNDS MAGAZINE

## Faut-il encore investir sur les marchés émergents ?

Sur fond de croissance européenne nulle et de croissance américaine modérée, les pays émergents, bien qu'impactés par la situation de leurs partenaires commerciaux, vont continuer à tirer la croissance mondiale en 2013. Pourtant, depuis le début du mois de mai, les marchés émergents subissent d'importants retraits de capitaux.

Funds s'interroge sur les raisons de cette baisse généralisée des Bourses émergentes et sur la dynamique de croissance de ces pays.

- Comment analyser la situation de la Chine ?
- Sur quels marchés investir ?
- Faut-il acheter des actions ou de la dette ?
- Que peut-on attendre en termes de perspectives des profits des entreprises émergentes ?

### LES INTERVENANTS



**Stéphane Barthélemy**, senior portfolio manager, SSgA



**Bei Xu**, économiste, Natixis



**Marlène Hassine**, senior stratégeste, Lyxor AM



**Guy Rodwell**, gérant, Clay AM

STATE STREET  
GLOBAL ADVISORS.

NATIXIS

ASSET MANAGEMENT BY  
LYXOR

CLAY  
Asset Management



De gauche à droite : Bei Xu, Guy Rodwell, Stéphane Barthélemy, Marlène Hassine.

**Les Bourses émergentes dévissent depuis le début du mois de mai. Comment l'expliquez-vous ?**

**Bei Xu :** Entamée en mai, la baisse des marchés émergents a été très marquée en juin lorsque les signaux de ralentissement du QE3 aux Etats-Unis se sont faits plus précis. Nous avons assisté à des retraits importants de capitaux sur tous les marchés émergents de façon globale. En analysant les statistiques récentes de flux de capitaux, nous n'avons pas constaté de stratégie de différenciation entre les pays émergents.

**Stéphane Barthélemy :** Pendant un certain temps, le monde développé, sous perfusion, a proposé des taux bas, tandis que les pays émergents proposaient des rendements élevés. Aujourd'hui, la Fed annonce un prochain tassement de ses programmes d'injection de liquidités et les investisseurs anticipent une hausse des rendements aux Etats-Unis. Une perspective qui a incité les carry traders à retirer leurs capitaux des pays émergents pour les rapatrier aux Etats-Unis. En parallèle, le dollar se raffermi, ce qui pénalise les matières premières et donc un certain nombre de marchés émergents.

Par ailleurs, d'autres raisons peuvent expliquer la baisse des marchés émergents et notamment asiatiques : les chiffres décevants de l'économie chinoise mais aussi l'action de la banque centrale du Japon qui a affaibli le yen et rendu les exportations japonaises plus compétitives. Au moment où les carry traders sont tentés de rapatrier leurs capitaux vers les Etats-Unis, l'Asie risque d'être

pénalisée par les exportations japonaises. La situation du Japon me semble plus conjoncturelle que structurelle. En revanche, la remontée des taux aux Etats-Unis et l'appréciation du dollar semblent plus structurelles. Depuis le début de la crise des subprimes, les Etats-Unis se sont désendettés et un certain nombre d'indicateurs confirment une reprise de la consommation. Sur le court terme, les flux vont se rediriger vers les marchés développés mais, sur le long terme, les marchés émergents continueront d'offrir des opportunités.

**Guy Rodwell :** Deux autres raisons structurelles peuvent expliquer ce qui se passe actuellement. En 1980, la Chine ne représentait que 3 % du PIB mondial. Aujourd'hui, c'est 15 %. En parallèle, la contribution de l'ensemble des marchés émergents est passée de 36 à 35 %. L'histoire des émergents est donc avant tout l'histoire de la Chine. Tout ce qui se passe dans ce pays a des conséquences directes sur le Brésil et les autres pays exportateurs de matières premières. Par ailleurs, de plus en plus de pays émergents commencent à avoir une dette libellée en devises extérieures supérieure à 30 % du PIB. Or, un livre publié récemment par deux économistes et intitulé «This Time is different» démontre que, chaque fois que les pays émergents dépassent ce seuil, cela peut générer des problèmes. Certains pays commencent à afficher des déficits des compte courant qui doivent être financés avec des devises étrangères. Des problèmes pourraient surgir en Europe de l'Est, en Hongrie ou en République tchèque, où les niveaux d'endettement sont très élevés.

## TABLE RONDE



### «CERTAINS PAYS ÉMERGENTS RENCONTRENT ÉGALEMENT DES PROBLÈMES DE CROISSANCE STRUCTURELS.»

Bei Xu, économiste, Natixis

**La baisse des Bourses émergentes n'est donc pas uniquement liée à la politique monétaire des Etats-Unis, mais est la conséquence d'une somme de problèmes dans les pays émergents...**

**Bei Xu :** A court terme, nous avons observé des retraits généralisés de capitaux liés aux annonces de la Fed. Lorsque nous avons analysé l'ampleur des retraits de capitaux, historiquement par marché, nous avons constaté qu'elle faisait partie des retraits les plus extrêmes, c'est-à-dire de 1 à 5 % de l'ensemble des flux de capitaux (entrants ou sortants) de ces marchés. De ce point de vue, le phénomène est quasi généralisé. Les performances sont quant à elles différentes selon les marchés et en fonction de la volatilité. Un marché qui avait attiré plus de capitaux subit à court terme des sorties de capitaux plus violentes.

A moyen terme, les investisseurs vont analyser les émergents pays par pays. Chaque pays a ses problèmes structurels : endettement extérieur, déficit de la balance courante dans les pays de l'Est mais aussi en Inde et en Indonésie, ce qui était plutôt rare pour un pays d'Asie émergente.

Certains pays émergents rencontrent également des problèmes de croissance structurels : la Chine, l'Inde, le Brésil et la Russie. Il y a là une problématique de croissance sur le moyen/long terme que les investisseurs doivent prendre en compte.

**Marlène Hassine :** Il est intéressant d'analyser la situation récente et d'identifier les éléments différenciants entre les zones émer-

gentes. Les indices JP Morgan montrent des baisses significatives sur la dette, qu'elle soit libellée en dollar ou en devise locale. C'est le même scénario pour les actions émergentes, qui enregistrent une baisse de 10 % en quelques semaines depuis le mois de mai. La correction est encore plus sévère, de l'ordre de 20 %, pour les actions des pays producteurs de matières premières. Cette baisse est une conséquence de l'évolution des anticipations sur l'activité en Chine, ainsi que de l'annonce d'une sortie possible du quantitative easing de la Réserve fédérale américaine, ce qui a fortement impacté la liquidité sur le marché.

**Le concept de BRIC a-t-il encore un sens pour les investisseurs ? Faut-il s'intéresser aux émergents dans leur ensemble ou bien privilégier certains pays uniquement ?**

**Marlène Hassine :** Sur le marché des ETF en Europe, les flux sur les ETF émergents sont en très nets reculs : - 621 millions d'euros sur le mois de mai et - 1,5 milliard depuis le début de l'année. Les ETF répliquant l'indice MSCI Emerging Markets ont perdu au mois de mai près de 600 millions et 1 milliard d'euros depuis le début de l'année. En termes d'ETF indexés sur les pays, la Chine affiche une baisse des encours de 100 millions d'euros au mois de mai et de près de 300 millions d'euros depuis le début de l'année.

**Stéphane Barthélemy :** Au début des années 2000, les niveaux de volatilité et les écarts de performance entre les pays étaient très élevés. Puis, jusqu'en 2007, les écarts de performance ont été divisés par deux. A partir de la crise des subprimes, la volatilité a explosé de nouveau et dépassé même les niveaux observés durant la crise asiatique, mais l'écart de performance entre les pays n'a été retracé que de moitié. C'est très important, car cela signifie que la performance entre les pays s'écarte de moins en moins. Il est de plus en plus difficile de battre l'indice en faisant de l'allocation géographique. Quand on rapproche cela des niveaux de corrélation, nous observons que, en 2003, avec l'arrivée des ETF sur les marchés, il y a une explosion de la corrélation alors que les marchés sont haussiers. Nous constatons de nouveau une explosion de la corrélation pendant la crise des subprimes et la crise de la dette souveraine, due à des mouvements de ventes massives. Nous avons assisté récemment à un nouveau mouvement de panique indifférencié. En tant que gérant actif, j'appelle de tous mes vœux à une approche différenciée sur les marchés émergents.

Pour le moment, les investisseurs vendent les titres émergents parce que le dollar fort implique des matières premières en baisse, que la croissance chinoise est un peu décevante et que les taux aux Etats-Unis vont rapporter davantage. Mais, à un moment, les investisseurs vont se demander s'il y a lieu de comparer l'Afrique du Sud à la Chine. La Chine va devoir gérer un soft landing alors que l'Afrique du Sud ne parvient pas à faire décoller sa croissance. Elle doit gérer des déficits jumeaux avec un financement des compte courant qui vient massivement des investisseurs étrangers.

Lorsque Ben Bernanke a annoncé le prochain assouplissement du QE, les banques sud-africaines se sont effondrées et les mines d'or et de platine ont rebondi, car certains hedge funds ont inversé leurs

positions pour profiter de l'impact favorable de l'affaiblissement du rand sur les minières. Ce qui prouve bien que nous sommes dans une logique de court terme. Il faut espérer que, tôt ou tard, les investisseurs auront une autre vision des marchés émergents.

**Guy Rodwell** : Le concept de BRIC n'a aucun sens selon moi. Seul le «C» de la Chine est important et la Russie n'a pas sa place dans cet ensemble de pays qui ont tous des intérêts divergents. L'histoire a montré que l'abondance de liquidités provoque souvent des aberrations. Les investisseurs se sont ainsi rués sur la récente émission obligataire du Rwanda ou sur celle de la Bolivie, un pays qui a rarement remboursé sa dette.

**Marlène Hassine** : Les politiques de quantitative easing mises en place à travers le monde ont engendré une forte liquidité. Les niveaux de taux d'intérêt bas ont poussé les investisseurs à augmenter leur niveau de risque pour aller chercher du rendement. Il y a eu de ce fait un vrai changement au niveau des paramètres d'analyse et une décorrélation des marchés par rapport à leurs fondamentaux. Nous assistons à présent à un début de correction de ces phénomènes.

**Guy Rodwell** : Les pays de l'Asean ont surperformé récemment car les investisseurs ont cherché des idées en dehors de la Chine. Ils ont investi dans des pays ayant leur propre dynamique de croissance comme les Philippines, la Thaïlande ou la Malaisie.

**Stéphane Barthélemy** : Chez SSgA, nous n'avons jamais été très convaincus par le concept de BRIC, qui n'a eu comme intérêt que de rendre plus populaires ces pays dans la presse et auprès des particuliers. Inventé par Goldman Sachs, il ne reposait que sur un argument commercial : plus le taux de croissance est élevé mieux c'est ! Un argument valable, mais sur le long terme uniquement. A court terme, les marchés actions ne performent qu'en raison du delta, c'est-à-dire de la variation du taux de croissance économique.

**Guy Rodwell** : Dans les perspectives de long terme des pays émergents, l'effet démographique commence à prendre de l'importance. Nous avons vu au Japon, mais aussi aux Etats-Unis et en Europe, que lorsque le ratio de dépendance atteint son niveau le plus bas, c'est-à-dire lorsque les jeunes sont contraints de financer les personnes âgées dont le pouvoir d'achat se réduit, les multiples de valorisation du marché commencent à baisser. C'est ce que nous constatons déjà en Chine et en Russie.

#### **La transformation du modèle économique chinois suscite bien des doutes et des interrogations. Qu'en pensez-vous ?**

**Bei Xu** : La problématique de la croissance chinoise est beaucoup plus structurelle que conjoncturelle. La Chine peine à changer un modèle de croissance caractérisé par un déséquilibre entre l'investissement et la consommation. Il y a un problème de gouvernance du pays qui génère un déséquilibre entre le secteur public et le secteur privé.

Le secteur public a été favorisé depuis plus de dix ans, alors que la marchandisation de l'économie était un important objectif du gouvernement. Il finance essentiellement la construction d'immobilier et d'infrastructures. Le surpoids de la construction dans l'économie pourrait remettre en cause la croissance. Par ailleurs, il y a bien une émergence du secteur privé, mais il a peu accès au financement et ne bénéficie pas des mêmes conditions de concurrence que le secteur public. Or, le secteur non public représente plus de 60 % de l'emploi. Dans ces conditions, le secteur privé ne peut se permettre d'augmenter les salaires en corrélation avec la croissance économique, ce qui creuse les inégalités de revenus. Cet appauvrissement des salariés chinois explique entre autres la faiblesse de la consommation.



**«J'APPELLE DE TOUS MES VŒUX À UNE APPROCHE DIFFÉRENCIÉE SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS.»**

**Stéphane Barthélemy**, senior portfolio manager, SSgA

**Guy Rodwell** : Durant la crise, les autorités chinoises ont pris les mesures nécessaires pour stimuler l'économie. Les banques ont consenti massivement des prêts durant une certaine période, puis le gouvernement a mis un frein. Même si les emprunts officiels des banques ont ralenti, nous avons assisté à une explosion des produits de gestion de patrimoine. Le décalage entre les dépôts et les prêts crée un problème structurel important. Le gouvernement en est conscient mais n'a pas changé de cap malgré la nomination d'un nouveau dirigeant. Il est difficile d'apprécier les chiffres donnés par les pouvoirs publics, mais certains indicateurs comme la consommation d'électricité ou de produits sous-jacents montrent un ralentissement sensible de l'économie qui affecte l'ensemble des pays émergents, notamment les fournisseurs de matières premières.

## TABLE RONDE



### «L'HISTOIRE DES ÉMERGENTS EST DONC AVANT TOUT L'HISTOIRE DE LA CHINE.»

Guy Rodwell, gérant, Clay AM

**Stéphane Barthélemy** : Il ne faut pas non plus s'alarmer parce que le PMI est en dessous de ce qui était attendu. La Chine est passée de plus de 10 % de croissance à 7/8 %, ce n'est sans doute pas une mauvaise chose. Les problèmes viennent surtout de l'absence d'un système de sécurité sociale et de taxation pour partager les richesses produites. Les Chinois ont donc tendance à surépargner. Sans systèmes de sécurité sociale et de retraite, la Chine va droit dans le mur. De plus, la politique de l'enfant unique n'est pas encore abolie. Si rien ne change, le poids qu'un actif aura à supporter sera insoutenable dans quelques années.

**Bei Xu** : La croissance et le bien-être social peuvent être associés ou être deux choses différentes. Lorsqu'on passe de 12 à 7 % de croissance annuelle, la cohésion sociale pourrait être plus élevée. Tout dépend de la façon dont on distribue et redistribue la valeur ajoutée créée dans l'économie. Aujourd'hui, les Chinois sont mécontents car, depuis une dizaine d'années, cette valeur a été de plus en plus concentrée. Il est possible d'avoir une croissance peut-être moins élevée mais plus harmonieuse, pour reprendre une expression des autorités chinoises. Le modèle de croissance serait alors différent, plus axé sur la consommation. Ce qui serait une bonne nouvelle non seulement pour les entreprises chinoises mais aussi pour les entreprises étrangères.

#### Les marchés émergents ont-ils encore leur place dans les portefeuilles ?

**Marlène Hassine** : Au regard des perspectives de croissance sur le long terme, la part des investissements dans les pays émergents devrait augmenter : les pays émergents représentent environ 12 % du MSCI ACWI (All country World Index), alors que leur poids dans le PIB est déjà d'environ 40 %.

**Stéphane Barthélemy** : Les actions émergentes ne représentent que 6 % des portefeuilles des institutionnels, alors qu'elles pèsent deux fois plus sur les marchés !

**Marlène Hassine** : Les ETF permettent au plus grand nombre d'avoir accès à un vaste panel de pays émergents au-delà de la zone au sens large en offrant un accès aux heures de cotation européennes.

**Guy Rodwell** : Les investisseurs sont aujourd'hui moins tolérants envers les problèmes de gouvernance des entreprises publiques émergentes, comme l'ont montré les exemples de Gazprom en Russie ou de Petrobras au Brésil. Or, attention aux fonds dans lesquels on souhaite investir car, très souvent, on se retrouve exposé à ces valeurs.

**Stéphane Barthélemy** : En Afrique du Sud, les entreprises sont gérées par des managers de très grande qualité, alors que le pays est mal géré sur le plan politique et économique. Les problèmes de gouvernance des entreprises ou des Etats vont persister encore longtemps dans les pays émergents. Autre problème : les entreprises émergentes se focalisent sur les volumes et non sur les marges. Elles ne savent pas gérer la baisse des volumes ni travailler sur les coûts. Cela signifie qu'il y a une poche gigantesque d'amélioration des valorisations de ces sociétés.

#### Parmi les pays émergents, qui sont les bons élèves ?

**Guy Rodwell** : A terme, l'Inde recèle un grand potentiel malgré son système politique défaillant et ses importants besoins en investissement. Il faut créer un cadre juridique qui fonctionne et résoudre les déficits. Il faudrait surtout un changement de dirigeants. En second lieu, je citerais le Mexique, qui profite de la reprise aux Etats-Unis et qui est devenu très compétitif en termes de coût de la main-d'œuvre.

**Stéphane Barthélemy** : L'Asie est la région où se trouve l'essentiel des réserves de change. Les pays asiatiques parviennent à maîtriser les deux principales courroies de transmission des crises que sont la dette et les devises, tout en maintenant une certaine dynamique économique. La consommation domestique les rend moins vulnérables aux chocs exogènes. Dans nos stratégies, nous allons privilégier des petits pays comme les Philippines, l'Indonésie ou la Malaisie. C'est actuellement dans ces pays que se trouvent les opportunités d'investissement. Nous étions jusqu'à présent assez sereins sur la Russie et la Turquie où, cependant,

la fin du quantitative easing risque de révéler certains problèmes de financement.

**Marlène Hassine** : En termes de flux, nous avons constaté des investissements différenciés selon les pays ; depuis le début de l'année, c'est surtout la zone Asie-Pacifique qui a été privilégiée. C'est en effet la seule zone qui affiche un flux de collecte positif, avec plus de 400 millions d'euros depuis le début de l'année.

#### **Que peut-on attendre en termes d'évolution des profits des entreprises et de valorisation ?**

**Stéphane Barthélemy** : Les marchés émergents doivent logiquement se traiter avec une décote à cause des risques géopolitiques. L'évolution des cours de Bourse est très sensible aux événements politiques locaux. Toutefois, la décote actuelle de 25 à 30 % me semble excessive. Nous sommes en pleine crise de la dette publique en Europe alors que, sur ce plan-là, les pays émergents sont nettement plus robustes que les pays développés. Les marchés émergents qui représentent, selon le taux de change utilisé, entre 30 et 40 % du PIB mondial et à peine 14 % de la capitalisation boursière mondiale. Ce décalage est anormal. La population des pays émergents est jeune, de mieux en mieux éduquée et commence à peine à consommer. Le besoin en infrastructures reste aussi important. La correction sur les Bourses émergentes



**«LES ETF PERMETTENT AU PLUS GRAND NOMBRE D'AVOIR ACCÈS À UN VASTE PANEL DE PAYS ÉMERGENTS.»**

**Marlène Hassine**, senior stratège, Lyxor AM

n'est peut-être pas terminée mais, tôt ou tard, les investisseurs reviendront sur ces marchés.

**Guy Rodwell** : L'investisseur doit être aujourd'hui plus agile et plus flexible. L'histoire a montré que, dans des configurations de marché comme celle que nous avons actuellement, il y a une compression des multiples. On constate que les stratégies de croissance ne fonctionnent plus et que c'est l'approche value qui marche le mieux. Là, il y a toujours des opportunités intéressantes pour gagner de l'argent, et c'est ce type de stratégie qu'il faut privilégier sur les marchés émergents dans le contexte actuel.

**Marlène Hassine** : Les ETF émergents ne représentent que 10 % du marché total des ETF en Europe. Les perspectives de croissance restent réelles. Les investisseurs cherchent à diversifier leur portefeuille en accédant à un plus grand nombre de pays.

**Stéphane Barthélemy** : Les ETF ont amené une clientèle nouvelle sur les marchés émergents car les particuliers y étaient faiblement investis. Pour un gérant actif, l'ETF ne peut être qu'un produit tactique. Les fonds gérés activement s'inscrivent dans une perspective de long terme.

**Marlène Hassine** : En Europe, l'essentiel de la clientèle est constitué d'institutionnels et de gérants alors qu'aux États-Unis les particuliers sont les principaux utilisateurs. Les ETF ne sont pas des outils de remplacement des fonds actifs, mais des outils complémentaires qui permettent de faciliter l'accès à certaines zones.

#### **La dette émergente en dollar et en devise locale a attiré de nombreux investisseurs. Faut-il investir dans cette classe d'actifs ou préférer les actions ?**

**Marlène Hassine** : La hausse des taux américains est tout d'abord négative pour les dettes émergentes libellées en dollar. À travers les flux sur les ETF, nous avons aussi constaté que les investissements en devises locales ont souffert de la situation actuelle à cause de l'évolution défavorable des devises vis-à-vis du dollar.

**Stéphane Barthélemy** : Il est actuellement préférable d'acheter des actions émergentes plutôt que de la dette. Cette classe d'actifs a été victime de son succès. La dynamique dette et la dynamique fiscale sont bonnes dans les pays émergents où les notations s'améliorent. Mais l'inconvénient est qu'il n'y avait pas assez de papier disponible, ce qui a précipité la chute des rendements.

**Bei Xu** : Si on segmente le monde émergent en trois parties, l'Amérique latine, l'Europe émergente et l'Asie, on constate que les pays dans lesquels les fondamentaux de dette sont plutôt sains, la profondeur de marché est plus faible. C'est le cas des pays d'Asie émergente où les marchés obligataires sont très étroits. À l'inverse, c'est en Amérique latine que se trouvent les marchés obligataires les plus importants, mais ce sont ceux aussi qui suscitent le plus de doutes. ■ Propos recueillis par Catherine Reik