

market

ÉTÉ—2013
N° 110

17 ÉCONOMIE
LEX WEBER :
L'IMMOBILIER
DOS AU MUR

62 STRATÉGIES
LES MBA SE
RÉINVENTENT

85 HÉDONISME(S)
ROULEZ CHIC
ET ÉCOLO !

44 FINANCE
L'IMMOBILIER
PLUS FORT
QUE LA CRISE

71 CULTURE(S)
LE SPORT ENTRE
CULTURE ET
CULTURISME

INVESTIR

MARCHÉS ÉMERGENTS : FAUT-IL ENCORE Y CROIRE ?



8 CHF



PRÊTS POUR LA RÉSURGENCE ?



DR MICHEL DONEGANI
Prisminvest SA

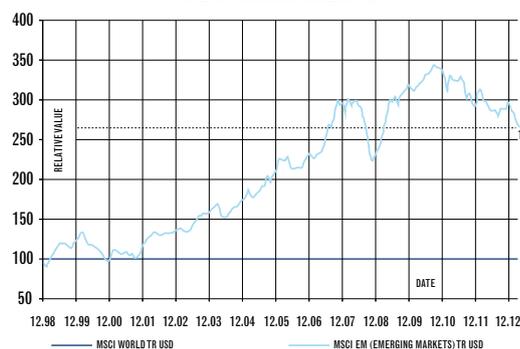
LES DIVERGENCES DE PERFORMANCE ENTRE LES MARCHÉS DITS « DÉVELOPPÉS » ET LES MARCHÉS DITS « ÉMERGENTS » SONT UN SUJET DE PRÉOCCUPATION POUR DE NOMBREUX INVESTISSEURS. EN EFFET, SI L'EXPOSITION AUX MARCHÉS ÉMERGENTS NE SUSCITE PLUS DE DISCUSSION SUR LE FOND, SA VALEUR AJOUTÉE PEUT PARFOIS PRENDRE BEAUCOUP DE TEMPS AVANT DE SE MATÉRIALISER.

La surperformance insolente du marché américain depuis quelques trimestres, et notamment celle des grosses capitalisations servant un dividende élevé, a surpris bon nombre d'intervenants. Cette embellie est d'autant plus remarquable lorsqu'elle est comparée aux performances des bourses chinoise, brésilienne, russe, etc. Bien que ces dernières reposent sur des économies aux croissances largement supérieures à celle des Etats-Unis, leurs résultats restent à la traîne. Comment l'expliquer ? Pour quelle raison certains groupes de marchés sur- ou sous-performent-ils au cours du temps ?

2,6 FOIS LA PERFORMANCE DE L'INDICE MONDE

Pour répondre à ces questions, comparons l'évolution des actions des marchés émergents, représentées par l'indice MSCI Emerging World, à celle des actions des marchés développés, représentées par le MSCI World : sur l'ensemble de la période observée, soit du 1^{er} janvier 1999 au 30 avril 2013, la performance de l'indice MSCI Emerging en CHF a été près de 2,6 fois supérieure à celle de l'indice MSCI World (comme l'indique la ligne horizontale qui rejoint le point 1). Cependant si cette information quantifie la supériorité d'un investissement dans les marchés émergents sur l'ensemble de la période, le graphique montre clairement que cet avantage n'est pas permanent. En d'autres termes, selon le timing d'entrée choisi, il faut parfois savoir faire preuve de patience !

PERFORMANCE RELATIVE DES MARCHÉS ÉMERGENTS FACE AUX MARCHÉS DÉVELOPPÉS



Ce graphique reflète une performance « relative » et se lit de la manière suivante : lorsque la courbe est en phase ascendante, cela signifie que l'indice MSCI Emerging surperforment l'indice MSCI World. Inversement, en phase descendante, les actions des marchés développés font mieux que celles des pays émergents. Les performances de ces deux indices sont mesurées en CHF. Par ailleurs, la liste des pays inclus dans l'indice MSCI Emerging Markets étant régulièrement modifiée pour tenir compte de l'évolution du monde boursier dans ces régions (ainsi la Malaisie représentait-elle plus de 33% de l'indice actions émergentes en 1988, contre moins de 5% actuellement) l'étude se limite à un passé relativement récent

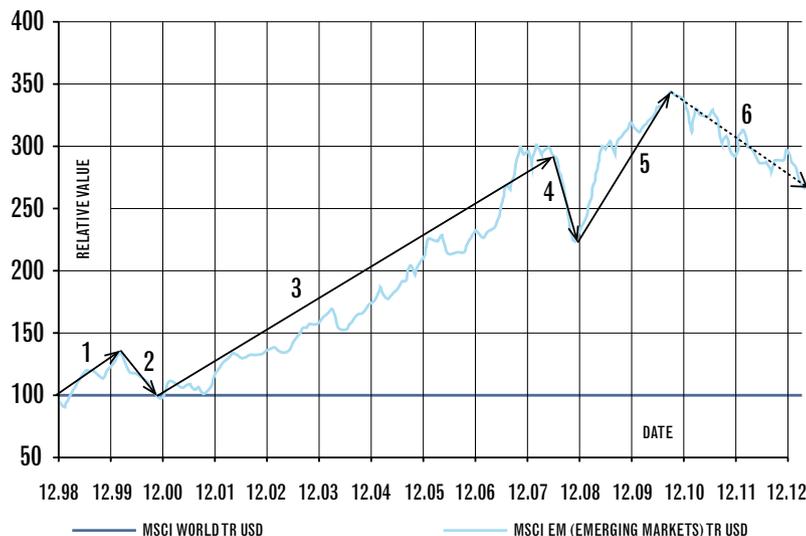
DES SOUS-PÉRIODES VARIABLES

Si l'on scinde la période observée en quatre sous-périodes, on relève que chacune d'elle peut être liée à un événement particulier. Cette suite d'événements a pu être la cause du changement de tendance des performances relatives.

ENRICHISSEZ-VOUS. INVESTISSEZ DANS LE NOUVEAU MARKET.

LE MAGAZINE DE L'ÉCONOMIE, DE LA FINANCE & DES CULTURES



PERFORMANCES RELATIVES DIFFERENTES
SELON LES PERIODES**1. Période du 1.1.1999 au 31.3.2000**

L'année 1999 est marquée par le paroxysme de la bulle internet et des télécoms, avec un NASDAQ en hausse de près de 100%. Cette première bulle du crédit et de liquidité favorise la prise de risque et donc les marchés émergents.

2. Période du 30.4.2000 au 31.12.2000

L'année 2000 correspond au début du dégonflement de la bulle du crédit décrite précédemment. Sans surprise, les marchés émergents sont les plus affectés et ils sous-performent les marchés développés sur cette très courte période.

3. Période du 1.1.2001 au 30.6.2008

Cette phase correspond à l'ouverture des marchés mondiaux, à l'arrivée de la Chine dans l'OMC suivie par sa montée en puissance économique, à l'apparition du concept de BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine), ainsi qu'au développement des bourses du sud-est asiatique. Durant cette période, les marchés émergents dégagent une performance trois fois supérieure à celle des marchés développés.

4. Période du 1.7.2008 au 30.11.2008

La crise historique du crédit de 2008 déclenche une panique et des mouvements de capitaux qui, bien que suivant des chemins en apparence différents, ont néanmoins un même objectif, la fuite vers la qualité. Elle touche toutes les classes d'actifs et se matérialise en plusieurs temps. Le premier mouvement consiste en une réduction globale du risque qui se traduit par une diminution des investissements en actions au profit du cash et des obligations ayant le statut « investment grade ». Puis, une deuxième étape intervient et se concrétise au travers d'une diminution de l'exposition aux actifs les plus risqués au sein de chaque classe d'actifs. Par exemple, on vend les actions des pays émergents au profit d'actions des pays développés ou encore, on vend les obligations corporate au profit des obligations gouvernementales, ces dernières ne présentant, à l'époque, pas de risque de crédit.

À ce flux de capitaux quittant les actifs perçus comme risqués au profit d'actifs moins risqués, viennent s'ajouter les mouvements qui consistent à vendre les actifs moins liquides au profit des actifs les plus liquides. Dans le cas particulier des actions, cela revient à vendre les petites capitalisations au profit des blue chips.

Les marchés émergents cumulant plusieurs caractéristiques négatives en cas de « fuite vers la qualité », ils sont victimes de sorties massives de la part des investisseurs internationaux. Il en résulte une sous-performance spectaculaire des marchés émergents sur cette courte période. De plus, certains marchés spécifiques comme la Russie, souffrent également des conséquences de ventes forcées de titres par des investisseurs qui avaient abusé du levier dans leur bilan.

5. Période du 1.12.2008 au 30.7.2010

À la fin 2008, les valorisations des actions atteignent des niveaux extrêmement bas dans les pays émergents et ce, malgré le fait que la crise de 2008 soit avant tout financière et touche principalement les pays développés. Ces valorisations ne reflètent en rien le fait que la croissance des pays émergents, provenant notamment de leur consommation interne, se révèle plus robuste qu'attendue et surprenne ainsi nombre d'observateurs. Il faudra attendre que les plans de sauvetage du système financier rassurent les investisseurs pour que les flux reprennent finalement le chemin des valorisations les plus attractives. Ainsi, la surperformance des marchés émergents sur cette période relativement courte, est spectaculaire et elle compense rapidement la sous-performance subie durant la crise de 2008.

6. Période du 1.8.2010 au ... ?

Malgré le sauvetage de nombreuses banques d'affaires, d'assurances ainsi que de plusieurs pays périphériques européens, l'économie réelle ne repart pas véritablement. Pour sauver le système, et par là même leur propre existence, les banques centrales, tout d'abord la FED, puis la BCE, la BNS et, dans un récent bouquet final, la BOJ, interviennent massivement directement sur les marchés avec des méthodes dites « non conventionnelles ».

Ces interventions prennent diverses formes et auront sans aucun doute des conséquences économiques différentes à terme. La FED a tout d'abord monétisé la dette des USA, puis elle a instauré un programme de rachat massif d'hypothèques... Il serait surprenant qu'elle n'ait pas également acheté des actions américaines et qu'elle ne continue pas à le faire actuellement ! C'est en tout cas une hypothèse plus que plausible.

De manière surprenante, notre BNS, dont on pensait qu'elle ne faisait « que » racheter des euros (ensuite convertis dans d'autres devises, ainsi que des placements obligataires) pour soutenir le plancher minimum de 1,2 franc, se retrouve au 31.3.2013, avec près de 15% d'actions dans son bilan (ce qui représente plus de 50 milliards de francs). C'est ainsi que les banques centrales des pays développés sont devenues des investisseurs en... actions de pays développés.

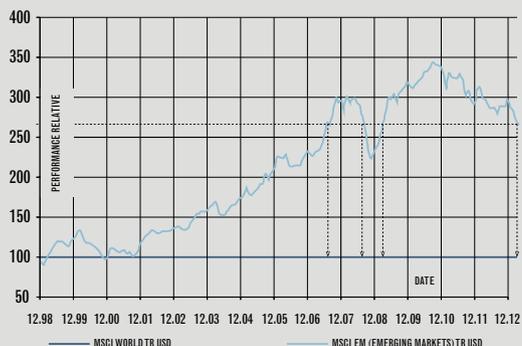
Non seulement elles font baisser de manière « artificielle » les taux d'intérêt des dettes gouvernementales, mais elles participent en outre à la hausse des marchés actions. Elles créent ainsi potentiellement deux bulles, la récente hausse spectaculaire du marché des actions japonaises après une intervention massive de la BOJ confirmant cette appréciation des faits.

Avec de tels acteurs, disposant d'une puissance de feu illimitée, il n'est pas étonnant de voir les marchés développés surperformer leurs homologues émergents qui ne sont pas au bénéfice d'une telle dynamique à court terme. Certes, ce n'est pas l'unique variable explicative de ce phénomène de surperformance, mais il y a lieu de prendre sérieusement en compte l'influence de ce nouvel acteur. En effet, un jour se posera la question de la sortie des banques centrales de leurs positions en actions et de l'impact de ce revirement sur les marchés des pays développés relativement aux pays émergents.

Depuis plus de deux ans, les marchés développés surperforment les marchés émergents, sans doute grâce à l'intervention directe ou indirecte de quatre banques centrales dans leurs marchés domestiques ou, tout au moins, dans les marchés développés. Certaines de ces interventions ont été massives et continuent de l'être, comme dans le cas du Japon ou des Etats-Unis. Pour l'investisseur qui était déjà présent dans ces marchés avant ces interventions, il suffisait de se laisser porter par cette vague agréable sans trop se poser de questions.

Mais un jour la musique s'arrêtera et il n'est pas certain que les banques centrales trouveront les acheteurs qui leur permettront de sortir de leurs positions sans déclencher mécaniquement une baisse des prix. Seule une reprise économique sérieuse pourrait offrir une porte de sortie convenable, avec l'arrivée d'investisseurs à long terme capables de prendre le relais. Il n'est pas réaliste de prédire la performance absolue des marchés. Par contre, la performance relative des marchés émergents pourrait retrouver une certaine dynamique lorsque les banques centrales quitteront, même partiellement, leur nouveau costume d'investisseurs financiers. \

PERFORMANCES RELATIVES ET TIMING



DE L'IMPORTANCE DU TIMING

Si l'objectif unique de celui qui investit dans les marchés émergents avait été de battre les marchés développés, il aura éprouvé quelques difficultés à identifier le bon timing d'entrée ces dernières années, sauf si sa stratégie consiste à entrer à la fin d'une crise. Comme le montre le graphique ci-dessus, qu'il soit entré depuis le 30.9.2007, le 30.9.2008 ou le 31.3.2008 (points de recoupement entre la droite horizontale qui atteint la dernière observation d'avril 2013 et la courbe de performances relatives), ses performances sur les marchés émergents, jusqu'au 30 avril 2013, auraient été égales à celles qu'il aurait obtenu sur les marchés développés.

Pour faire mieux que les marchés développés jusqu'au 30 avril 2013, il lui aurait fallu entrer, soit durant la courte période du 30.9.2008 au 31.3.2009 (ce qui est très peu probable étant donné la crise), soit avant septembre 2007 ! Il faut donc parfois faire preuve de beaucoup de patience, notamment si l'on est entré après une phase de forte surperformance. Car même si les pays émergents bénéficient d'une croissance économique largement supérieure à la moyenne des pays développés, leurs performances boursières sont, selon les périodes, le reflet d'autres réalités.