

DOSSIER MARCHÉS ÉMERGENTS

L'EXPOSITION INDIRECTE EST TROP CHÈRE!

S'IL EST UN MARCHÉ GOUVERNÉ PAR LE SENTIMENT, C'EST BIEN CELUI DES ÉMERGENTS. APRÈS BIENTÔT VINGT ANS DE SÉLECTION DE GÉRANTS ET DE CONSTRUCTION DE PORTEFEUILLES POUR LES INSTITUTIONNELS COMME POUR LES PRIVÉS, MICHEL DONEGANI, CEO ET CO-FONDATEUR DE PRISMINVEST, NE SE DÉCOURAGE PAS. POUR LUI LES ÉMERGENTS SONT UN MUST: IL FAUT LES APPRIVOISER.

L'humeur générale reste à la prudence. À la question, quels actifs les investisseurs doivent-ils préférer lorsqu'ils ont pris conscience des «vrais risques», Patrick Artus, directeur de la recherche auprès de Natixis, répond : les obligations des pays sûrs et des multinationales diversifiées et peu endettées (1). Selon lui, nous touchons à «la fin du miracle des grands émergents», lesquels «rencontrent tous des problèmes de croissance». Sa position est donc diamétralement opposée à celle de Michel Donegani qui, dans un précédent article, plaidait en faveur des émergents, y compris pour les investisseurs institutionnels tels que les caisses de pension (2).

Partant du constat que la plupart des investisseurs institutionnels étaient limités dans leur exposition aux devises étrangères, il se demandait: «pourquoi ne pas utiliser pleinement cette portion en devises étrangères pour investir stratégiquement en actions de pays émergents?» En effet, pour un investisseur raisonnant en francs suisses, les



«L'investisseur ne veut pas prendre conscience de la réalité. Son comportement est à l'opposé de celui de l'industriel qui a bien compris que la croissance était ailleurs»

**Michel Donegani, CEO
Prismainvest SA**

actions des pays développés n'ont rien rapporté ces treize dernières années alors que celles des marchés émergents ont permis d'enregistrer 8% par an, une moyenne qui aurait permis d'éviter bien des problèmes de sous-couverture.

Estimant que ce différentiel de performance persistera probablement à l'avenir, vous en déduisez qu'il faudrait préférer le MSCI Emerging Markets au MSCI World. Votre position demeure-t-elle inchangée aujourd'hui?

Absolument, je dirais même qu'elle se trouve renforcée, notamment en raison de la situation macro-économique inextricable dans laquelle se débattent de nombreux pays européens.

Depuis plus de 20 ans que l'on nous rebat les oreilles avec le potentiel des marchés émergents, pour quelles raisons les investisseurs avertis sont-ils restés sourds à ce type de conseil?

Il faudrait qu'ils aient le courage du réalisme! L'engagement sur ces marchés est gouverné par le sentiment, un sentiment qui oscille entre deux extrêmes, l'amour et la haine. Aujourd'hui, la tendance est plutôt à la haine, en particulier dans la presse. Un exemple concret est celui des Pussy riots: nos médias en parlent tant qu'elles en sont venues à symboliser la situation en Russie. C'est bien loin de la réalité locale, car là-bas, cette «affaire» n'en est pas une.

Or, la réalité du monde de l'entreprise en Russie est bien loin de ce qu'elle a pu être il y a encore une décennie. La nécessaire amélioration de la «corporate governance» est une priorité du gouvernement, par ailleurs confirmée par l'entrée du pays dans l'OMC.

Mais alors, si le sentiment domine, le réalisme ne dicterait-il pas de se contenter de le suivre?

Les marchés ont corrigé et il existe une limite à la baisse: les valorisations des entre-

prises existantes ne peuvent pas descendre à zéro. La Chine et la Russie sont, en termes relatifs, de bien meilleur marché qu'elles ne l'étaient avant la crise et, depuis lors, leur situation économique s'est nettement améliorée. Leur valorisation actuelle reflète un sentiment extrêmement négatif, qui intègre déjà de nombreuses mauvaises nouvelles concernant le ralentissement de la croissance. Dans certains cas, on est en déconnexion avec la réalité et on peut considérer qu'il existe une opportunité d'entrée. Cela suppose évidemment que les marchés plus matures restent stables.

Quoi qu'il en soit, le «market timing» n'est-il pas un art très délicat?

Effectivement, et l'on est obligé de constater que les investisseurs tendent toujours à entrer au plus haut, c'est-à-dire après deux ou trois années de belles performances, et à ressortir au plus bas. C'est la raison pour laquelle j'aurais tendance à conseiller d'entrer progressivement sur ces marchés et de privilégier les phases de crise qui sont très souvent les meilleurs points d'entrée.

Je reconnais que c'est beaucoup plus facile à dire qu'à faire, à moins que l'on ne tienne compte de l'observation suivante. Si les économies émergentes sont beaucoup plus affectées par les crises que les économies développées, leurs rebonds sont, par contre, très spectaculaires, précisément parce que leur croissance est forte!

Pour les marchés émergents, le choix du point d'entrée n'est-il pas d'autant plus problématique que ces marchés sont très sensibles aux flux de capitaux?

Effectivement, la majorité des capitaux investis sur ces bourses, par exemple 70% environ pour la bourse russe, vient de l'étranger. Ces marchés ne sont donc pas stabilisés par une assiette importante de gros investisseurs locaux. De plus, il est évident que lorsqu'un pays a été traditionnellement confronté à une inflation à deux chiffres, ses investisseurs ne peuvent pas penser 'long terme'! Et l'inflation représente un véritable traumatisme.

Aujourd'hui encore, soit 80 ans plus tard, les Allemands restent marqués par la phase d'hyperinflation qu'ils ont connue dans les années 30. Alors imaginez le chemin parcouru par le Brésil qui en 1992, soit il y a 20 ans exactement, a connu un pic d'inflation annualisée de 6821%!

Revenons sur la question initiale, pourquoi, après 20 ans d'expérience, soit pratiquement une génération, les investisseurs restent-ils si peu exposés à ces marchés?

Il n'y a pas eu 20 ans d'expérience. Remettez-vous dans l'état d'esprit de la fin des années 90 et jusqu'en 2000. Pour quelles raisons serions-nous allés chercher à l'étranger ce que nous pouvions obtenir sur nos propres bourses? Mais depuis, les pays développés sont en décroissance structurelle. Sans l'orgie de crédit qui, partie des Etats-Unis, a gagné la plupart des marchés depuis le milieu des années 90, nous n'aurions connu qu'une croissance extrêmement faible. Les pays développés financent leur croissance en endettant les générations à venir, ce qui n'est pas le cas de la majorité des émergents. Pourtant,

Chat échaudé craint l'eau froide! Pour tenir compte à la fois des déconfortures des investisseurs entrés sur les marchés émergents à leur plus haut en 1987, et de l'aversion au risque actuelle, il est fréquemment proposé de s'exposer aux émergents au travers d'entreprises sises dans les marchés développés mais dont une majeure partie des bénéfices vient des nouveaux marchés. Le risque n'est-il pas de payer l'émergent trop cher?

Effectivement, les titres de ce type d'entreprises sont devenus relativement chers parce que cette idée d'investissement indirect a été largement répandue. Mais pourquoi payer cher pour détenir quelque chose qui ne vous plaît qu'en partie? Pour accéder à la croissance des Pampers vendus au Mexique, est-il vraiment indispensable de s'encombrer de leur distribution aux Etats-Unis?

Côté fonds en actions émergentes, il semble y avoir pléthore. Comment sélectionner les bons?

La diversité n'est qu'apparente et la qualité assez rare, du moins parmi les fonds de droit suisse ou luxembourgeois. En effet, ces juri-

«Pour accéder à la croissance des Pampers vendus au Mexique, est-il vraiment indispensable de s'encombrer de leur distribution aux Etats-Unis?»

l'investisseur ne semble pas vouloir prendre conscience de cette réalité. Son comportement est à l'opposé de celui de l'industriel qui a bien compris que la croissance était ailleurs: les exportations horlogères à destination de la Chine n'ont pas démarré en 2012! Alors que l'industriel voyage, fait ses propres expériences sur place et se forge une opinion, l'investisseur reste suspendu aux «nouvelles». Il écoute la voix dominante qui, évidemment, a tout intérêt à ce que les capitaux demeurent là où ils sont.

dictions imposent de nombreuses contraintes, dont certaines nuisent à la performance. La liquidité quotidienne en est une. Sur les émergents, une liquidité mensuelle, avec préavis, me paraîtrait plus souhaitable. En effet, d'un point de vue fondamental, ce sont les petites et moyennes entreprises qui transmettent le mieux la croissance des marchés émergents. Or, il s'agit de titres peu liquides: ils ne peuvent donc pas représenter une proportion importante de fonds tenus à une liquidité quotidienne!



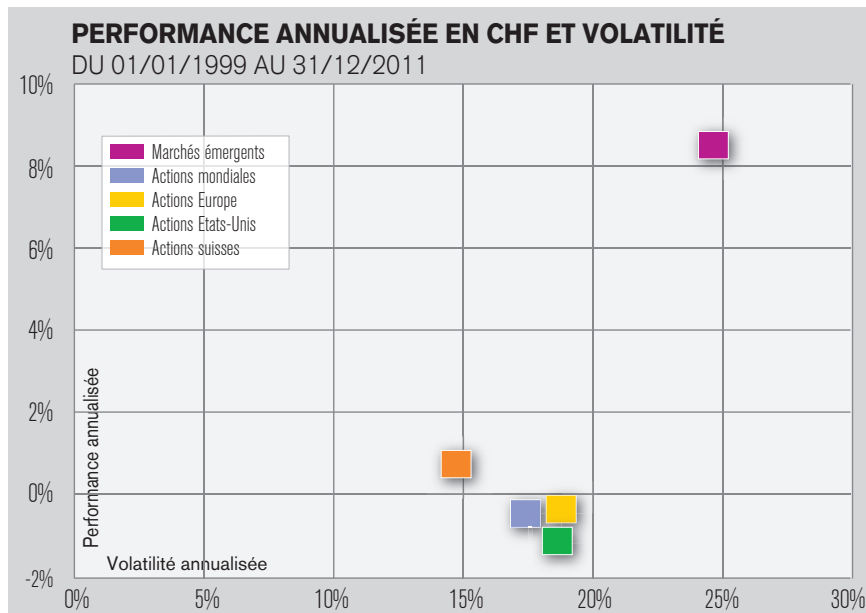
DOSSIER MARCHÉS ÉMERGENTS

«Les marchés frontières tiennent de l'investissement expérimental. Il y a suffisamment de croissance dans les BRICS et les autres marchés émergents»

Dans tout le spectre des émergents, certains le sont plus que d'autres. Je pense en particulier aux marchés frontières. En quoi se distinguent-ils?

Contrairement aux émergents traditionnels qui tendent à une certaine corrélation, les marchés dits 'frontière' exigent une analyse au cas par cas. Entre le Ghana et le Kazakhstan, il n'existe pratiquement aucune corrélation. De plus au sein de chacun de ces marchés, il faut procéder à un stock picking intensif.

Iriez-vous implanter vos usines dans ces pays? Je crois que c'est la première question à se poser, car elle a pour corollaire la nécessité d'avoir répondu positivement à celles-ci: les intérêts minoritaires y sont-ils respectés? Comment est-il possible de rapatrier ses bénéfices? Souvent les investisseurs sont attirés par de belles promesses, mais la situation change du tout au tout lorsqu'ils entendent



recupérer les plus-values réalisées. À cela s'ajoute la question de la liquidité. Le Vietnam, ce sont deux millions de dollars d'échanges quotidiens en bourse. Avec un volume aussi faible, il est bien évident qu'aucun Calpers (ndlr: caisse de pension de l'Etat de Californie) ne peut s'y intéresser. De mon point de vue, les marchés frontières tiennent plutôt de l'investissement 'expérimental'. Et, même s'il est extrêmement intéressant, il reste du domaine de la distraction, d'autant plus qu'il y a suffisamment de croissance dans les BRICS et les autres marchés émergents. Que les

entreprises chinoises se mettent à fabriquer des chaussures en Ethiopie parce que les salaires y sont de dix fois inférieurs, ne signifie pas automatiquement qu'il faille investir en Ethiopie. Ce pays n'en profitera qu'à la marge car l'essentiel de la plus-value va à l'intermédiaire! ■

(1) Quels sont les vrais risques contre lesquels les investisseurs doivent se protéger? Patrick Arthus, directeur de la recherche Natixis, Investnews, Hors Série octobre 2012, Invest12, le Salon des Gérants de Patrimoine.

(2) «Pour une allocation stratégique», Michel Donegani, Banque & Finance, mars 2012

Management international, communication d'entreprise / Management-Marketing, spécial pour sportifs d'élite
Management de projets sociaux et culturels / Management-marketing en alternance

MBA et e-MBA francophones

Formations diplômantes
Rentrées: janvier, avril, août et octobre



ECOLE DE
MANAGEMENT ET DE COMMUNICATION
GENEVE

Renseignez-vous: 022 979 33 79
www.esm.ch