



Quelle approche privilégier pour avoir une exposition aux marchés émergents ? Le point sur quelques idées reçues

Allan Conway, Responsable des actions émergentes

Juin 2011

Aujourd'hui, plus de 50 % de la croissance du PIB mondial provient des marchés émergents, et cette tendance ne fera que continuer dans un proche avenir. Dopée par la demande intérieure et soutenue par des fondamentaux robustes, la contribution grandissante des nations émergentes à l'économie mondiale amène de plus en plus les investisseurs institutionnels à considérer ces marchés comme une catégorie d'actifs stratégique plutôt que tactique.

Cette perception changeante des investisseurs, qui s'est traduite par des flux de capitaux record de plus de 95 milliards de dollars en faveur des actions de pays émergents en 2010, a donné lieu à un débat sur la meilleure façon de s'exposer à ces marchés. Le présent document répond à quelques questions sur ce sujet.



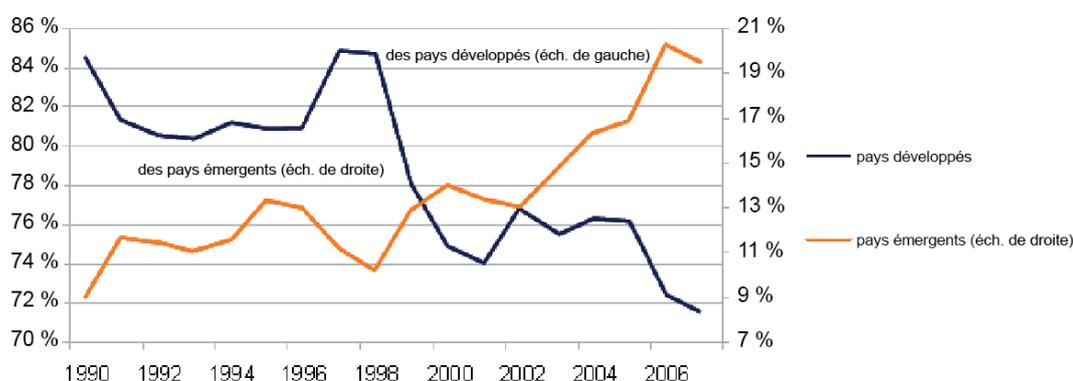
Allan Conway
Responsable des actions marchés émergents

Idée reçue n° 1 : investir dans des entreprises de pays développés exerçant des activités dans les pays émergents est préférable à l'investissement direct dans des entreprises de marchés émergents.

Les sociétés de pays développés se tournent de plus en plus vers les marchés émergents pour assurer leur croissance future, et nombre d'entre elles génèrent une part grandissante de leur chiffre d'affaires dans le monde émergent, cette part étant passée de 9 % environ en 1990 à presque 20 % aujourd'hui, comme l'illustre le graphique 1.

Graphique 1 : Part du revenu d'exploitation des entreprises européennes provenant des marchés émergents

Revenu d'exploitation des entreprises du DJ Stoxx 600



Source : Goldman Sachs Global ECS Research, Worldscope



Comme le montre le graphique 2, l'investissement des entreprises de pays développés dans les pays émergents est en hausse, une tendance qui devrait se poursuivre puisque de nombreuses multinationales dépendent désormais de la croissance de ces marchés pour générer du chiffre d'affaires. Par exemple, Unilever génère aujourd'hui près de la moitié de son chiffre d'affaires dans les pays émergents, et Nestlé presque un tiers.

Graphique 2 : Revenu d'exploitation et dépenses d'investissement des entreprises européennes dans les marchés émergents



Source : Goldman Sachs Global ECS Research, Worldscope

Suite à cette évolution, l'achat d'actions de sociétés du monde développé représente donc souvent un investissement implicite dans les économies émergentes, et c'est effectivement la méthode choisie par certains investisseurs pour s'exposer à ces dernières. Cependant, cette approche signifie que les placements sont effectués dans des entreprises réalisant encore plus de 50 % de leurs revenus sur les marchés développés. Ceci dilue non seulement l'investissement, mais peut également entraîner le paiement d'une prime pour les activités de ces entreprises dans le reste du monde.

Le défaut de cette approche implicite se reflète aussi dans les chiffres de performance. Goldman Sachs a créé l'indice BRICs Nifty 50 Developed Markets, qui regroupe 50 entreprises de pays développés estimées bénéficier directement de la forte croissance des marchés émergents, et en particulier des pays BRIC. L'exposition moyenne aux pays émergents de ces 50 entreprises, en pourcentage du bénéfice d'exploitation ou du chiffre d'affaires, se monte à 29 %. Cependant, comme souligné par le graphique 3 ci-dessous, alors que le BRICs Nifty 50 Developed Markets a légèrement surperformé le S&P 500 au cours des cinq dernières années, il est resté nettement en retrait par rapport à l'indice MSCI Emerging Markets.

Graphique 3 : Comparaison entre MSCI EM, BRICs Nifty 50 Developed Markets et S&P 500

USD, en base 100

Performance du 30.11.06 au 31.03.2011

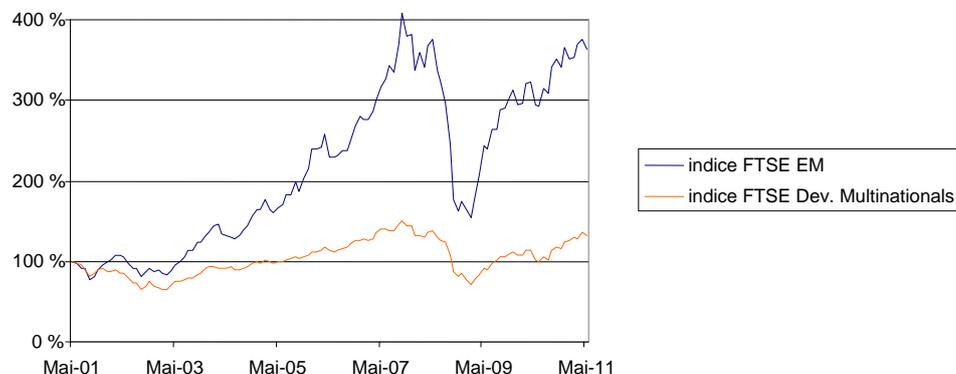


	perf. cumulée	perf. annualisée
MSCI EM	+47,2 %	+9,3 %
GS DM 50	+6,4 %	+1,4 %
S&P	-5,3 %	-1,3 %

Source : Schroders

FTSE a également élaboré un indice composé de multinationales des pays développés générant 30 % ou plus de leur chiffre d'affaires dans des régions économiques autres que la leur. Le FTSE Developed Multinational a progressé de 32 % sur 10 ans au 31 mai 2011, contre 264 % pour le MSCI Emerging Markets, comme le montre le graphique 4 ci-dessous.

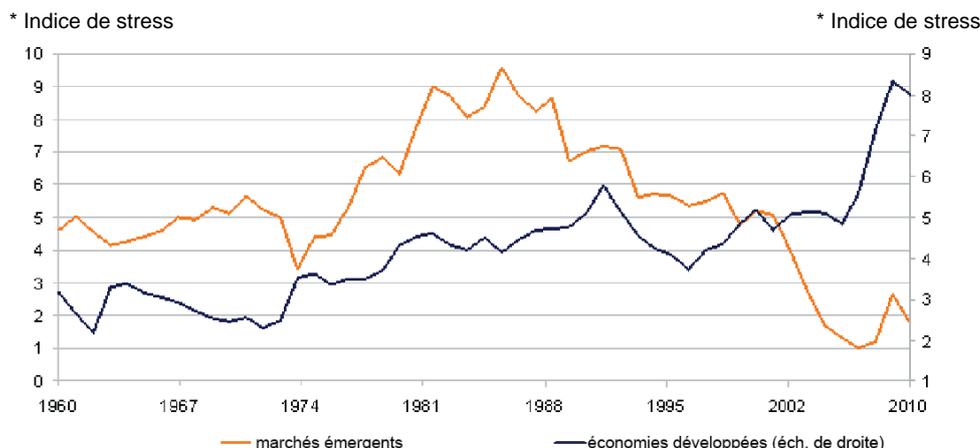
Graphique 4 : Comparaison entre les indices FTSE Developed Multinationals et FTSE Emerging Markets



Source : Bloomberg

Afin de justifier le recours aux titres d'entreprises de pays développés pour avoir une exposition aux marchés émergents, les investisseurs utilisent aussi l'argument selon lequel cette approche atténue le risque prétendument plus élevé de ces derniers. Si, de par leur nature, les économies émergentes traversent des changements structurels susceptibles d'accroître la volatilité de leurs marchés, nous estimons néanmoins qu'elles constituent aujourd'hui un havre relativement sûr, étant donné le faible niveau d'endettement public, d'endettement des entreprises et des ménages des pays concernés, leur fort taux d'épargne, les importants excédents de leurs balances courantes et leurs importantes réserves de change. Leur situation dénote un fort contraste par rapport au monde développé, qui croule sous la dette. Comme en atteste le graphique 5 ci-après, l'inversement de tendance des fondamentaux des pays émergents et industrialisés a commencé dans les années 1990, mais les investisseurs n'y ont prêté attention que durant la récente crise financière mondiale. Le graphique démontre clairement que le « stress » subi par les économies industrialisées surpasse nettement celui des marchés émergents, où il n'a cessé de diminuer au cours des deux dernières décennies. En outre, un investissement implicite dans les marchés émergents par le biais de sociétés occidentales n'éliminera pas les risques perçus comme plus élevés, ainsi que le prouve le récent échec essuyé par BP dans sa tentative d'alliance avec le géant énergétique russe Rosneft, un effort bloqué par AAR, un consortium de milliardaires russes contrôlant la moitié du groupe TNK-BP.

Graphique 5 : Comparaison des indicateurs de stress sur les marchés émergents et développés



Source : Haver, CEIC, FMI, Banque mondiale, estimations UBS. Données au 31 mars 2011.

*Indice de risques macroéconomiques exclusif d'UBS. Il comprend : la modification du rapport endettement/PIB sur 5 ans, l'endettement du secteur privé (% du PIB), la balance courante (% du PIB), le déficit budgétaire (% du PIB) et le rapport dette publique/PIB (%).

En conséquence, nous estimons que la meilleure façon de s'exposer aux économies émergentes consiste à investir directement dans des actions de ces pays plutôt qu'indirectement par le biais de sociétés de nations industrialisées.

Idée reçue n° 2 : pour avoir une exposition sur les actions émergentes, il suffit de permettre aux gérants de fonds d'actions internationales d'investir dans des valeurs émergentes, plutôt que d'allouer une poche actions émergentes aux gérants spécialisés sur cette classe d'actifs.

Comme indiqué plus haut, les entreprises des pays développés dépendent de plus en plus de la croissance des marchés émergents pour générer des bénéfices. De même, les gérants de fonds d'actions « internationales » utilisent de plus en plus l'exposition aux titres des pays émergents pour doper la performance de leurs portefeuilles. Ils exploitent la croissance des pays émergents implicitement, par l'achat de titres d'entreprises des pays développés, mais aussi par des placements directs dans les marchés émergents. En moyenne, les gérants des fonds Monde hors Etats-Unis ont investi plus de 20 % dans les pays émergents au premier trimestre 2011 (source : Intersec), et leur exposition à ce segment constitue souvent l'élément déterminant pour leur performance relative.

Une telle approche néglige l'importance que revêtent la connaissance spécialisée des facteurs politiques, macroéconomiques et de change, lesquels exercent une influence considérable sur la performance des entreprises. En outre, bien que la réglementation et la gouvernance s'améliorent, elles ne sont pas aussi développées que dans les nations industrialisées. Par conséquent, les gérants de fonds doivent tenir compte d'une multitude de facteurs relatifs aux marchés émergents afin de pouvoir générer régulièrement de l'alpha.

L'importance d'un savoir-faire spécialisé et local est soulignée par les caractéristiques de performance et de risque comparatives des portefeuilles de gérants spécialisés dans les marchés émergents et de la composante marchés émergents des portefeuilles de gérants de fonds Europe Australie Extrême Orient Plus (EAFE Plus*) et Monde hors Etats-Unis (mesurés par l'indice ACWI ex-US). Comme en atteste le graphique 6, les spécialistes ont régulièrement dégagé des performances nettement supérieures à celles des gérants EAFE Plus et ACWI ex-US. L'avantage d'une plus grande diversification et de ressources accrues vouées à l'analyse de ces marchés, alliées à une excellente capacité de tirer parti des meilleures opportunités identifiées, en ressort donc clairement.

Graphique 6 : Performance relative sur les marchés émergents - performances relatives au gérant médian sur une période glissante de trois ans



Source : Intersec. Données jusqu'à décembre 2010

*Indice suivi par Intersec comprenant l'univers Europe Australie Extrême –Orient plus la possibilité d'investir 10-15 % dans des marchés émergents

Par ailleurs, sur une base ajustée du risque, les gérants spécialisés dans les actions des marchés émergents ont également affiché un ratio d'information supérieur (graphique 7). Ainsi, les gérants des fonds EAFE et ACWI ex-US ont affiché un ratio d'information respectivement neutre et négatif sur les marchés émergents.

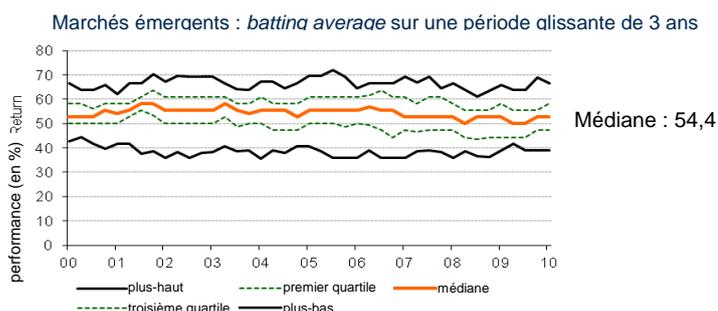
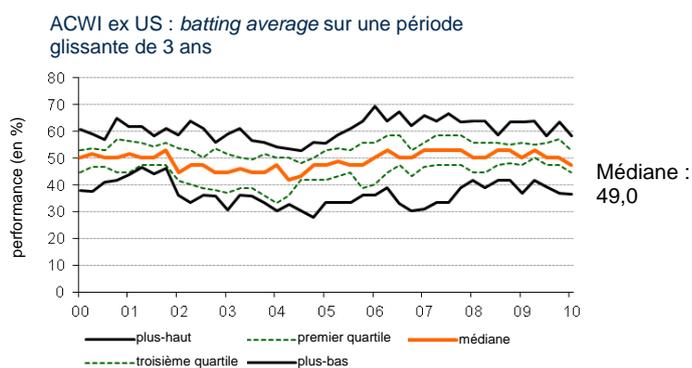
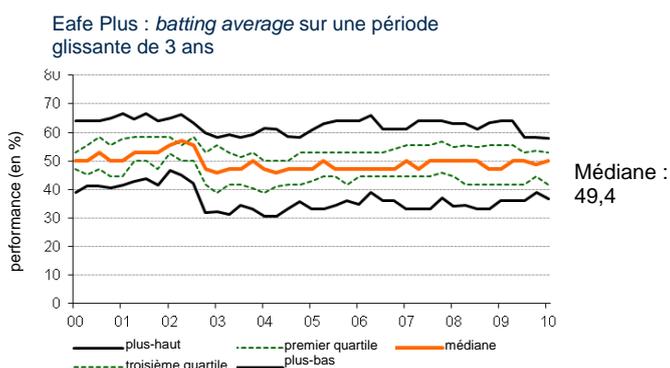
Graphique 7 : Ratios d'information sur les marchés émergents - médiane sur une période glissante de trois ans



Source : Intersec. Données jusqu'à décembre 2010

Dans ce contexte, une autre mesure utile est le « batting average », à savoir le pourcentage de fois au cours desquelles les gérants ont sur- ou sous-performé l'indice sur une période glissante de trois ans. Comme l'indiquent les trois graphiques ci-dessous, les gérants spécialisés dans les marchés émergents ont été les seuls à atteindre un résultat supérieur à 50 %.

Graphique 8 : Période en pourcentage durant laquelle les gérants sur- ou sous-performent



Source : Intersec. Données jusqu'à décembre 2010

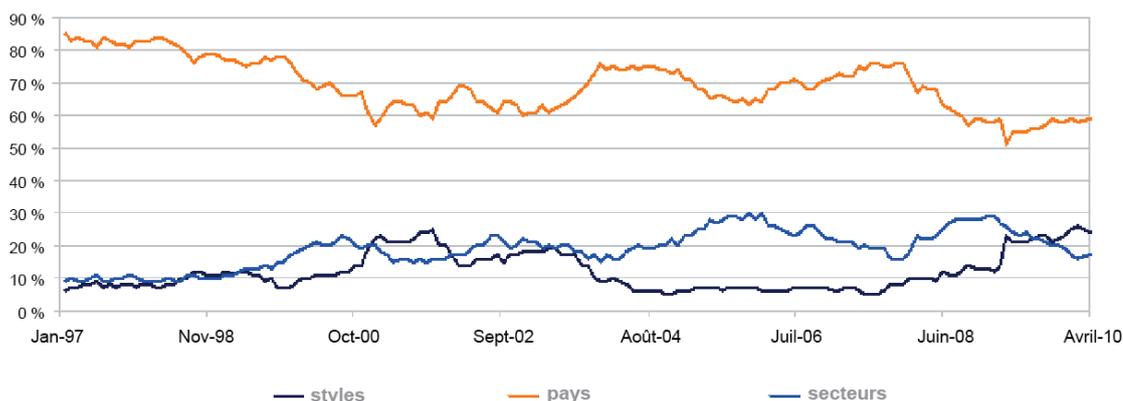
« Les investisseurs devraient donc atteindre de meilleurs résultats ajustés du risque sur les marchés émergents en investissant auprès de spécialistes de ces marchés plutôt qu'auprès de généralistes ».

Idée reçue n° 3 : il est préférable d'investir dans des fonds régionaux ou mono-pays donné plutôt que dans un fonds marchés émergents monde

Les investisseurs optant pour les spécialistes des actions des marchés émergents sont confrontés à trois choix supplémentaires, à savoir obtenir une exposition à ce segment par le biais de fonds marchés émergents monde, de fonds régionaux ou de fonds mono-pays. L'instrument adéquat dépendra jusqu'à un certain point des ressources et capacités internes de l'investisseur. Cependant, on peut faire valoir certains arguments sur la base des avantages et inconvénients associés à ces trois grandes stratégies.

Les investisseurs privilégiant les marchés émergents au niveau mondial bénéficient de plusieurs atouts. En particulier, le choix des pays est extrêmement important dans le cadre de cette approche. Comme l'illustre le graphique 9, la dimension pays s'est historiquement avérée bien plus décisive que la dimension sectorielle ou de style. En d'autres termes, si l'on compare une banque brésilienne à une banque turque, le pays dans lequel elles opèrent compte bien davantage que le fait qu'elles sont toutes deux des banques. Les titres liés aux matières premières constituent bien entendu une exception, car des facteurs mondiaux entrent alors en jeu.

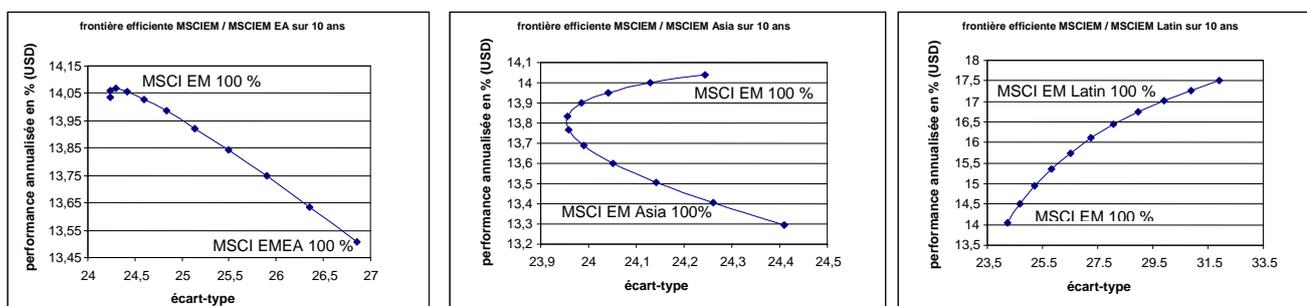
Graphique 9 : Contribution des facteurs de risque à la volatilité transversale



Source : MSCI BARRA. Données disponibles jusqu'à février 2011.

Dans l'ensemble, l'approche privilégiant les marchés émergents mondiaux procure un grand avantage en termes de diversification. Comme le montrent les graphiques ci-dessous illustrant les frontières efficaces, elle s'accompagne généralement d'un profil risque / performance bien plus attrayant.

Graphique 10 : Frontières efficaces

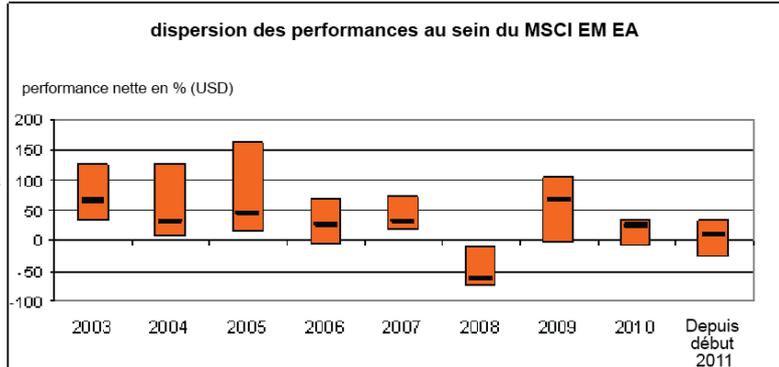
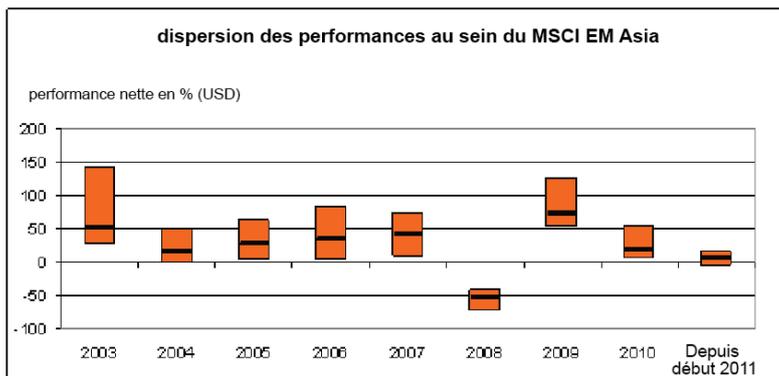
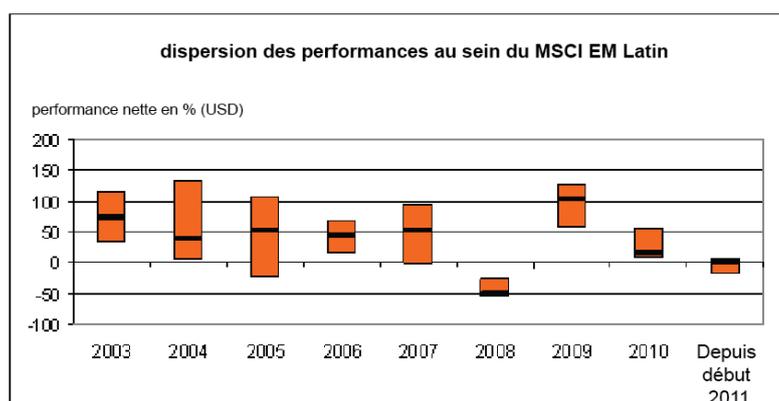


Source : FactSet, Schroders (mars 2011). Tous les chiffres représentent la performance annualisée sur 10 ans.

Le fait de retirer des fonds de la région EMEA ou d'Asie pour les investir dans les marchés émergents mondiaux réduit le risque tout en accroissant le rendement. Parallèlement, le fait de retirer des fonds des marchés émergents mondiaux pour les investir en Amérique latine accroît le risque, mais augmente nettement le rendement.

En outre, un pays d'une région donnée peut afficher une corrélation plus grande avec des pays d'une autre région qu'avec les autres pays de sa propre région. Par exemple, la Russie est plus étroitement corrélée avec le Brésil qu'avec la Pologne. Ainsi, une approche régionale peut elle aussi s'avérer inadéquate. Chaque pays doit être analysé individuellement. Le graphique 11 illustre clairement cette disparité au sein des régions.

Graphique 11 : Dispersion au sein des diverses régions émergentes



Source : FactSet, Schroders (mars 2011)

Bien qu'une approche axée sur les pays permette de contrôler au mieux l'allocation des actifs et d'adapter l'exposition en conséquence, l'investissement dans des fonds mono-pays s'accompagne de risques encore supérieurs et peut être onéreux, en raison des frais associés non seulement au recrutement de spécialistes internes, mais aussi à la gestion de la stratégie.

Investir au travers d'un véhicule actions émergentes monde dont le gérant assure un suivi continu et exploite le plus large éventail possible d'opportunités devrait se traduire par un risque moindre et des performances nettement supérieures.

Cette approche sera probablement aussi l'option la moins chère et la plus efficace pour l'investisseur final. Typiquement, il devra allouer un plus petit nombre de professionnels de l'investissement au segment des marchés émergents, car le nombre de gérants externes à évaluer et à surveiller sera généralement plus restreint.

L'approche globale ne présente que peu d'inconvénients pour les investisseurs, le principal étant qu'ils disposent d'un contrôle moindre sur la sur- ou sous-pondération structurelle désirée de régions ou pays particuliers, si c'est là leur seule approche.

La combinaison d'une approche globale à une stratégie régionale ou mono-pays peut certes résoudre ce problème jusqu'à un certain point, mais elle introduit aussi un niveau de complexité supplémentaire au niveau de la surveillance de l'exposition à chaque région et pays. En outre, elle accroît le coût de gestion des actifs et de suivi des gérants externes.

Par conséquent, nous estimons qu'investir dans les marchés émergents au niveau mondial plutôt qu'au niveau régional ou mono-pays devrait se traduire par un profil de performance ajustée des risques bien plus attrayant.

Idée reçue n° 4 : pour s'exposer aux marchés émergents, les obligations sont préférables aux actions.

Les obligations des marchés émergents ont rencontré un vif intérêt grâce aux solides fondamentaux économiques de ces pays, dont le bilan n'exige pas d'assainissement majeur (contrairement à ceux du monde développé) et qui offrent des rendements plus élevés dans un contexte mondial caractérisé par une politique monétaire accommodante et des taux d'intérêt presque nuls.

La forte amélioration des fondamentaux économiques s'est soldée par une amélioration du rating notable des emprunts des marchés émergents. Les écarts par rapport aux titres des pays industrialisés se sont nettement réduits, comme en atteste le graphique 12. Le spread de l'indice Emerging Market Bond des emprunts souverains a chuté de plus de 1 100 points de base à la fin 1998 à 300 points de base environ aujourd'hui. En revanche, l'indice iTraxx Sovereign des CDS d'Europe occidentale a progressivement augmenté en réaction aux inquiétudes persistantes au sujet de la dette des pays développés.

En outre, plusieurs pays émergents sont considérés comme étant des débiteurs moins risqués que certaines nations occidentales, leurs emprunts d'État récemment émis étant assortis de rendements inférieurs à ceux de même échéance de pays de la périphérie européenne tels que l'Espagne.

Graphique 12 : Spreads entre emprunts d'État mondiaux et JPM EMBI



Source : Bloomberg

Sur les 10 ans se terminant le 31 mai 2011, l'indice MSCI Emerging Markets a réalisé une performance annualisée de 16,4 %, contre 10,1 % pour l'EMBI (en USD). Cependant, la solide performance des actions des marchés émergents a été étayée par la robuste croissance bénéficiaire plutôt que par une réévaluation du marché, comme en atteste le graphique 13. Par ailleurs, alors que l'argument en faveur de la dette des marchés émergents est affaibli par le profil risque / rendement réduit pour les investisseurs de cette catégorie d'actifs, les perspectives des actions des marchés émergents sont favorables. La valorisation des actions des marchés émergents est attrayante, avec un PER de 10,9x, inférieur à sa moyenne à long terme, tandis que les croissances bénéficiaires moyennes sont estimées à 15-20 % au cours des 12 prochains mois, comme illustré ci-dessous.

Graphique 13 : PER prévisionnel des actions des pays émergents monde



Source : Factset, MSCI, données jusqu'au 14 avril 2011

	marchés émergents	Etats-Unis	monde
PER	10,9	12,9	12,2
croissance du BPA	15,9	15,0	13,8
PER/croissance du BPA	0,7	0,9	0,9

Source : Factset, MSCI. 14 avril 2011, IBES - prévisions à 12 mois

Alors que les obligations des marchés émergents ont subi une forte revalorisation au cours des 10-15 dernières années, les actions de ces pays n'ont pas encore été réévaluées de façon à refléter l'amélioration des fondamentaux et semblent donc encore attractives.

Idée reçue n° 5 : il est préférable d'investir dans les marchés émergents par le biais d'ETF plutôt que par le biais de gérants actifs traditionnels.

Pour une analyse plus détaillée de cette question, veuillez consulter le rapport Talking Point intitulé « Active versus Passive » publié par l'équipe Actions émergentes en mai 2010. Un résumé de ses conclusions est fourni ici :

- Les marchés d'actions ne sont pas efficaces, ceux des pays émergents l'étant encore moins que ceux des pays développés.
- En utilisant une approche passive, les investisseurs perdent la possibilité d'exploiter les anomalies au niveau des prix et se confinent dans un investissement fondé sur la dynamique du marché.
- Les ETF des marchés émergents au niveau mondial ne sont pas particulièrement attractifs, le TER (Total Expense Ratio, ou total des frais sur encours) se montant à 79 points de base. En outre, les ETF ont sous-performé les indices pays correspondants de 27 points de base en moyenne au cours des cinq dernières années. Par conséquent, les investisseurs risquent de se retrouver avec une performance inférieure à l'indice de 106 points de base en moyenne chaque année.
- En termes de performances brutes, le gérant actif moyen d'actions des marchés émergents monde a dégagé une performance supérieure à celle de son indice sur 8 des 10 dernières années civiles. En revanche, l'ETF moyen comparable n'a surperformé que pendant quatre des huit dernières années. (Source : Morningstar)

Conclusion

La meilleure façon de s'exposer aux marchés émergents dépend, en fin de compte, de la préférence et de la tolérance de l'investisseur en matière de risque, ainsi que de ses ressources et capacités internes. Nous estimons toutefois que l'analyse ci-dessus mène aux conclusions suivantes :

- 1) Les arguments solides militent en faveur d'un investissement sur les marchés émergents au niveau mondial justifient à eux seuls une allocation explicite, plutôt qu'un investissement implicite et dilué par le biais d'entreprises des pays développés.
- 2) Il est judicieux de confier une allocation aux gérants d'actions spécialisés dans les marchés émergents car, en moyenne, ils surperforment régulièrement la composante marchés émergents des gérants d'actions « internationales ».
- 3) Les fonds actions marchés émergents monde, dans le cadre d'une exposition cœur de portefeuille, devraient générer un risque moindre et une performance ajustée du risque supérieure à ceux des fonds mono-pays ou régionaux.
- 4) Alors que la dette des pays émergents a connu une forte revalorisation au cours des dernières années, cela n'a pas été le cas des actions des pays concernés, dont la valorisation semble donc toujours attractive.
- 5) Les gérants passifs n'auront pas la possibilité d'exploiter les anomalies de prix dues aux inefficiences des marchés émergents. En moyenne, les gérants actifs ont surperformé l'indice MSCI Emerging Markets, tandis que les gérants passifs ont sous-performé (compte tenu de l'erreur de suivi* et des coûts).

Information Importante :

Ce document exprime les opinions d'Allan Conway, Head of Emerging Market Equities et ne représente pas nécessairement les opinions formulées ou reflétées dans d'autres supports de communication, présentations de stratégies ou de fonds de Schroders. Ce document est uniquement Réservé aux investisseurs et aux conseillers financiers professionnels.

Ce document est fourni à des fins d'information uniquement et ne constitue à aucun égard une publication à caractère promotionnel. Ce document ne constitue pas une offre ou sollicitation visant à acheter ou vendre un quelconque instrument financier. Il n'y a pas lieu de considérer ce document comme contenant des recommandations en matière comptable, juridique ou fiscale, ou d'investissements. Schroder Investment Management Limited (Schroders) considère que les informations contenues dans ce document sont fiables, mais n'en garantit ni l'exhaustivité ni l'exactitude. Nous déclinons toute responsabilité pour toute opinion erronée ou pour toute appréciation erronée des faits. Cela ne limite en aucune manière la responsabilité de Schroders à l'égard de ses clients en vertu du Financial Services and Markets Act 2000 (tel qu'éventuellement modifié) ou de toute autre système réglementaire. Aucun investissement et/ou aucune décision d'ordre stratégique ne doit se fonder sur les opinions et les informations contenues dans ce document. Ce document exprime les avis et opinions de Schroders qui sont susceptibles de changer. Publié par Schroder Investment Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA, société agréée et contrôlée par la Financial Services Authority. Pour votre sécurité, les communications peuvent être enregistrées et surveillées.