REYL
innovative banking

MARKET INSIGHT

Octobre 2017

REYL
innovative banking

MARCHÉS ÉMERGENTS : POURSUITE DU CYCLE DE SURPERFORMANCE

Les actions des marchés émergents (ME) sont en tête de peloton des marchés actions mondiaux en 2017, affichant une extraordinaire performance de 31%[1]. En comparaison, les actions des marchés développés (MD) ont progressé de 16%[2] sur la même période. Les analystes s'accordent sur le fait que cette formidable avancée est due à la stabilisation de la croissance chinoise, à la faiblesse du dollar US et des taux américains, ainsi qu'à l'appétit pour les actifs risqués. La question qui domine désormais les discussions d'investissement est celle du potentiel d'appréciation ultérieur de la classe d'actifs.

L'histoire démontre que les cycles de performance relative des actions émergentes par rapport aux actions des pays développés durent de 5 à 8 ans. A titre d'exemple, de 2002 à 2010 les ME ont surperformé les MD de près de 300%, et ce malgré une baisse de plus de 50% en 2008 durant la crise financière globale. De 2011 à 2015 la tendance relative s'est inversée, les ME sous-performant de près de 70% les MD. Nous estimons que depuis début 2016 un nouveau cycle de surperformance a débuté, les actions émergentes ayant déjà engrangé 20% de surperformance relative. Notre hypothèse est que l'attractivité relative des ME repose avant tout sur la croissance économique et celle des profits des entreprises. De 2011 à 2015, le resserrement des conditions financières dans les ME, la baisse des matières premières et des monnaies émergentes ont fait pression sur la progression des bénéfices qui s'est avérée négative et inférieure à celle enregistrée dans les pays développés. Le premier trimestre 2016 marque un point d'inflexion et un retour à une dynamique bénéficiaire supérieure qui devrait perdurer et soutenir le cycle de surperformance boursière.

Le contexte macroéconomique global continue d'offrir un terrain fertile aux ME. Sans la mise en place des politiques de reflation annoncées par le Président Trump, les taux américains sont condamnés à n'augmenter que modérément et le dollar US à rester sous pression. L'inflation au sein des économies émergentes s'est amenuisée, permettant aux banques centrales de maintenir une politique monétaire accommodante. Quant aux monnaies émergentes, elles restent en moyenne sous-évaluées par rapport à leur niveau d'équilibre sur une base de parité de pouvoir d'achat. De ce fait les pays émergents affichent désormais une croissance deux fois supérieure à celle des pays développés, un écart appelé à se creuser jusqu'à 3.3% en 2021 selon le FMI.

L'économie chinoise a cru de 6.9% au premier semestre 2017, amenuisant les craintes d'une rapide décélération à 5%. Le marché immobilier reste soutenu par des taux hypothécaires bas, malgré la hausse des taux interbancaires. La transition prochaine vers un nouveau leadership politique nous conforte dans l'idée que l'économie devrait continuer à progresser à un rythme décent à moyen terme.

Le consensus table sur une progression des bénéfices par action (BPA) pour les ME de 20.6% en 2017 et de 12.3%[3] en 2018, nettement supérieure aux attentes pour les MD. Outre l'environnement macroéconomique favorable, les entreprises renouent à peine avec les bénéfices et disposent de leviers opérationnels et financiers importants qui devraient leur permettre d'augmenter les marges à moyen terme. Nous estimons ainsi qu'une croissance supérieure à 10% en 2018 reste plausible et plaide en faveur des ME. Ces attentes présentent toutefois un risque de concentration important, reposant à 68% sur quatre pays d'Asie[4] (Chine, Indes, Corée, Taiwan) et sur trois secteurs[5] (technologie, financières, consommation discrétionnaire).

Un autre argument souvent cité pour vanter l'attrait relatif des actions émergentes est celui de la valorisation. Il nous apparaît cependant que l'exercice d'évaluation n'est pas aisé tant la classe d'actifs a évolué en termes de composition géographique et sectorielle. Par exemple, la contribution aux bénéfices des entreprises actives dans les matières premières s'est réduite de 44% en 2003 à 15% aujourd'hui. L'évolution des multiples résulte ainsi partiellement des modifications de l'indice et fausse les comparaisons historiques. Sur un horizon temps plus court, depuis les points bas observés au troisième semestre 2011, la décote structurelle des ME par rapport aux MD a augmenté de 8%[6]. Certes la valorisation des actions émergentes augmente depuis 2016, le ratio cours/bénéfices prospectifs passant de 11.2x à 12.7x, elle demeure toutefois relativement attractive.

Reste le positionnement. En 2015 les actions émergentes ont enregistré des sorties de 64 milliards de dollars US, un quasi équilibre en 2016, et des entrées de près de 62 milliards de dollars US en 2017[7]. Malgré ce reflux massif, les entrées depuis 2016 ne représentent qu'un peu plus de la moitié des sorties enregistrées depuis 2013. Qui plus est les gérants de portefeuilles restent globalement sous-pondérés de moitié sur la classe d'actif[8]. Le momentum économique et la dynamique bénéficiaire devraient continuer d'attirer de nombreux investisseurs sous-investis sur ce marché et soutenir la tendance haussière.

Qu'en est-il de l'implémentation d'une opinion d'investissement positive sur

les ME ? La plupart des investisseurs construisent leur exposition aux actions émergentes sur la base d'un véhicule de placement, fonds ou ETF, suivant ou répliquant l'indice de référence de la classe d'actifs : le MSCI Emerging Markets (MSCI EM). A cet égard il est important de relever les défauts structurels de cet indice, et notamment sa concentration géographique et sectorielle qui contraste avec la diversité potentielle de l'univers émergent. L'indice est concentré à 65% sur quatre pays d'Asie: Chine 30%, Corée 15%, Taiwan 11%, Indes 9%. Sous l'angle sectoriel la concentration est d'autant plus exacerbée avec 28% de technologie, 23% de financières et 10% de consommation discrétionnaire. Finalement, 16% de l'indice est concentré sur quatre sociétés technologiques : Tencent, Samsung Electronics, Alibaba, Taiwan Semiconductor. Outre un manque de diversification, l'indice MSCI EM contient 27% d'entreprises étatiques (State Owned Entreprises), moins profitables et moins bien gérées, un facteur d'inefficience majeur. Nous croyons qu'il est dans l'intérêt de l'investisseur d'opter pour une approche différente de l'indexation passive au MSCI EM afin de construire une exposition diversifiée et efficiente aux ME.

Bien que contribuant à près de 60% du PIB mondial, les actions des pays émergents ne représentent que 11% des actions mondiales. Depuis des décennies les investisseurs sont attirés par la prime de croissance des ME engendrée par l'augmentation structurelle de la consommation domestique, une dynamique démographique favorable et l'évolution des institutions politiques et sociales. En dépit de l'engouement structurel pour la gestion passive, les études démontrent que les gérants actifs en actions émergentes surperforment l'indice MSCI EM en grande majorité, preuve du potentiel de génération d'alpha de la classe d'actifs. Une allocation par régions ou par pays, une stratégie cœur-satellite, la sélection d'un gérant actif agnostique au diktat de l'indice, des instruments passifs indexés sur un indice « intelligent » (smart Beta) sont autant de possibilités qui s'offrent aujourd'hui aux investisseurs.

MARCO BONAVIRI
SENIOR PORTFOLIO MANAGER

"Nous estimons que depuis début 2016 un nouveau cycle de surperformance a débuté, les actions émergentes ayant déjà engrangé 20% de surperformance relative."

1 Indice MSCI Emerging Markets en USD au 22 septembre 2017. Source : Bloomberg, MSCI
2 Indice MSCI World en USD au 22 septembre 2017. Source : Bloomberg, MSCI
3 Source : I/B/E/S, MSCI, estimations J.P. Morgan au 21 septembre 2017
4 Contribution à la croissance attendue des BPA 2018 : Chine 34.7%, Indes 13.5%, Corée 10.9%, Taiwan 7.3%
5 Contribution à la croissance attendue des BPA 2018 : technologie 28.7%, financières 17.9%, consommation discrétionnaire 17.7%
6 Ratio cours / bénéfices prospectifs (PE forward). Source : Bloomberg
7 Source : EPFR Global, recherche J.P. Morgan
8 Source : EPFR Global, Thomson Reuters Datastream, recherche HSBC

REYL
innovative banking

INFORMATION IMPORTANTE - Ce contenu n'est fourni par REYL & Cie Holding SA ou / et l'une de ses entités (ci-après "REYL") qu'à titre indicatif, n'est destiné qu'à une utilisation interne et ne saurait en aucun cas constituer une offre, un conseil ou une recommandation d'acheter ou de vendre une valeur mobilière ou d'effectuer une quelconque transaction, ni par ailleurs un conseil d'une autre nature, particulièrement à l'attention d'un destinataire n'étant pas un investisseur qualifié, accrédité, éligible ou / et professionnel. Il est destiné à une utilisation exclusive par son destinataire et ne saurait, pour une quelconque autre raison, être transféré, imprimé, téléchargé, utilisé ou reproduit. REYL accorde la plus grande attention à la préparation et à l'actualisation des informations de ce contenu, obtenues de sources considérées comme fiables, mais sans en garantir toutefois la pertinence, l'exactitude, l'exhaustivité. C'est pourquoi REYL, ainsi que ses administrateurs, directeurs, employés, agents et actionnaires, n'assument aucune responsabilité pour les pertes et dommages de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation des informations de ce contenu. Ce contenu est prévu exclusivement pour un destinataire comprenant et assumant tous les risques implicites et explicites en découlant. Toutes les décisions prises par le destinataire en matière d'investissement relèvent de sa seule responsabilité et s'appuient exclusivement sur sa propre évaluation indépendante (et de celle de ses conseillers professionnels) de sa situation financière, de ses objectifs de placement, des risques spécifiques, des critères d'éligibilité, des conséquences juridiques, fiscales, comptables, ainsi que sur sa propre interprétation des informations. REYL n'assume aucune responsabilité quant à l'adéquation ou l'inadéquation des informations, opinions, valeurs mobilières, produits mentionnés dans ce contenu. Les performances passées d'une valeur mobilière ne garantissent pas les performances futures. Le contenu a été préparé par un département de REYL qui n'est pas une unité organisationnelle responsable de l'analyse financière. REYL est soumise à des exigences réglementaires et prudentielles distinctes et certaines valeurs mobilières et produits d'investissement ne peuvent pas être offerts dans toutes les juridictions ou à tous types de destinataires. Le destinataire doit donc se conformer aux réglementations locales. Il n'y a aucune intention de la part de REYL d'offrir des valeurs mobilières ou des produits d'investissement dans les pays ou juridictions où une telle offre serait illégale en vertu du droit interne applicable.

WWW.REYL.COM