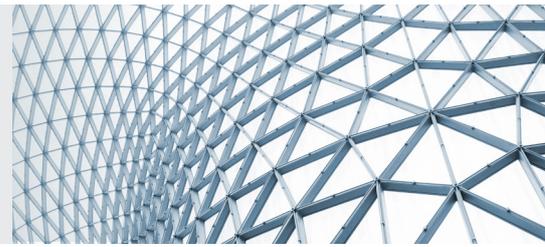


Le HUB

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



> Plus d'informations sur :
im.natixis.com/fr-institutional/le-hub

L'investissement « value » sur les marchés émergents : les leçons de l'histoire

Daniel Nicholas, Gérant de portefeuille chez Harris Associates, revient sur la volatilité des marchés asiatiques au cours des années 1990 et en tire six enseignements pour investir dans l'univers émergent.

Points clés :

- Les marchés émergents sont bien moins émergents qu'ils ne l'étaient jadis; avec l'intégration croissante de l'économie mondiale, le monde est devenu plus petit.
- Le manque de visibilité sur les marchés n'entrave plus les investisseurs et les gérants ; dans la sphère émergente, la transparence des entreprises progresse.
- Revenons sur les six leçons que nous avons apprises de la poussée de volatilité des années 1990 en Asie.

Les marchés émergents sont bien moins émergents qu'ils ne l'étaient jadis. Avec l'intégration croissante de l'économie mondiale, le monde est devenu plus petit. Le manque de visibilité sur les marchés n'entrave plus les investisseurs et les gérants ; dans la sphère émergente, la transparence des entreprises progresse. Il n'en a toutefois pas toujours été ainsi. Revenons sur les six leçons que nous avons apprises de la poussée de volatilité des années 1990 en Asie.

La volatilité est une réalité

M. Marché tend à évaluer les entreprises en se laissant guider par des inquiétudes d'ordre politique et économique à court terme, ce qui provoque de brutales variations des cours des actions. Or, les périodes de calme durable sont en fait plutôt rares, en particulier sur les marchés émergents. En 1987, un krach boursier a secoué la planète entière. Sur le marché de Hong Kong, son impact fut si violent que la bourse a été contrainte de fermer pendant quelques jours avant de se reprendre et d'ouvrir à nouveau. Ensuite, le début des années 1990 a été marqué par le déclenchement de la guerre du Golfe, suivi, en 1994, de la « crise Tequila » en Amérique latine. Après deux années plutôt calmes, en 1997, la crise financière asiatique a éclaté, entraînant dans son sillage une vague de panique généralisée qui, mi 1998, avait gagné la plupart des marchés émergents.



Daniel Nicholas
Gérant de portefeuille
Harris Associates

“ Le défi auquel l'investisseur est confronté sur les marchés émergents est d'identifier les entreprises affichant une gouvernance claire et transparente, un niveau de rentabilité satisfaisant, un modèle économique solide, et dont le titre s'échange à un prix intéressant. ”



La volatilité est une opportunité

En dépit de tous les bouleversements économiques qui ont marqué les années 1990, l'indice MSCI World est parvenu à dégager un rendement moyen annuel de 12 % sur cette décennie. L'écroulement des cours pendant la crise financière latino-américaine et les épisodes de contagion des années 1990 ont offert d'excellentes opportunités aux investisseurs de long terme. Prenons l'exemple de Telmex, le champion des télécommunications mexicain. TELMEX a perdu 13,5 % au cours des quatre premières semaines d'octobre 1995. Toutefois, en dépit de la violente récession qui sévissait dans le pays, la société générait encore plus d'un milliard de dollars par an de trésorerie disponible, tout en affichant un endettement négligeable. La direction en profitait de surcroît pour racheter astucieusement ses titres.

Les marchés émergents recélaient d'autres entreprises assorties de valorisations intéressantes. Avec le retour de la confiance, le cours de Telmex avait déjà progressé de 21,5 % dès novembre 1995. Enfin, nous avons observé une diminution de la décote sur la plupart des estimations de valeur de marché, tandis qu'en dehors du continent asiatique, les titres se négociaient encore plus en dessous de leur valeur intrinsèque.

Vous payez le prix, mais vous détenez la valeur

Acheter un titre fortement décoté n'est pas suffisant. Allez-vous vous contenter d'une décote de 10 % ? de 20 % ? de 50 % ? Un benchmark est indispensable pour estimer le cours décoté et le comparer à la valeur intrinsèque véritable d'une entreprise. Il incombe aux gérants « value » de prendre en compte les impacts éventuels que ces inquiétudes peuvent exercer sur la capacité réelle des entreprises à générer des flux de trésorerie, aujourd'hui comme demain.

Nous mesurons la pérennité, la vitesse de circulation et la qualité des flux de trésorerie disponibles de l'entreprise au fil du temps. Pour apprécier la valeur d'une société, ce ne sont pas les incertitudes politiques qui comptent le plus, mais les flux de trésorerie. Si nécessaire, nous ajustons donc les valorisations au cas

par cas. Le plus souvent, ce chiffre-clé (la valeur actuelle de l'ensemble des flux de trésorerie) n'est dans le pire des cas que légèrement affecté par la volatilité du marché, ce qui nous offre une opportunité d'achat. Gérants adeptes du style « value », qu'il s'agisse d'une entreprise de pays émergent ou d'un marché développé, nous procédons de la même manière pour évaluer son titre, à quelques différences près toutefois.

- D'abord, nous associons un multiple à ce que nous jugeons représenter le niveau final d'EBITA (bénéfice avant intérêts, impôts et amortissement). Ce chiffre constitue le baromètre réel du risque ; dès lors, plus l'entreprise présente de risque, plus le multiple associé sera faible.
- Ensuite, nous ajustons le coût des fonds propres en fonction du type de marché, développé ou émergent. Si l'entreprise est établie en Suisse, le coût des fonds propres avoisine 10 % selon nos estimations. Si elle est située au Mexique ou au Brésil, ce coût s'élèvera au moins à 13 %.
- Enfin, nous devons soigneusement veiller à bien comprendre la structure actionnariale et la gouvernance de la société. Sans confiance dans sa structure actionnariale, nous n'investissons généralement pas dans l'entreprise. Toutes choses égales par ailleurs, notre évaluation sera moins favorable si nous décelons des zones d'opacité au niveau de ses activités.

Optimiser la valeur pour l'actionnaire, et non enrichir l'État

Les investisseurs de style « value » dans l'univers émergent devraient impérativement miser sur les dirigeants d'entreprise qui pensent et agissent dans un esprit de propriétaires et ne s'associer qu'avec ceux qui considèrent leurs actionnaires comme des partenaires. S'assurer que les entreprises dans lesquelles vous investissez sont gérées de manière à optimiser la valeur pour l'actionnaire est crucial. Pour ce faire, vous pouvez par exemple vérifier que ces sociétés sont dirigées par un conseil d'administration indépendant et que les rémunérations des équipes de direction sont conçues pour les inciter à faire croître

la valeur du titre au profit des actionnaires, et non au bénéfice d'autres parties prenantes telles que l'État.

Des champions nationaux tels que Petrobras au Brésil peuvent paraître très bon marché, mais de nombreux aspects, qui ne poseraient pas de problème sur les marchés industrialisés, suscitent l'inquiétude. Pourquoi donc ne pas prendre de participation dans une société telle que Petrobras qui dispose d'immenses réserves d'énergie et de perspectives de demande à long terme robustes ? Eh bien parce qu'elle se trouve sous le contrôle du gouvernement brésilien. En outre, sa chaîne logistique est soumise à des réglementations locales susceptibles d'entraîner des retards et des ralentissements, les moyens technologiques optimaux n'étant pas toujours mis en place. Enfin, en raison du contrôle des prix du carburant à la pompe, pour Petrobras, ceux-ci sont inférieurs aux prix de revient.

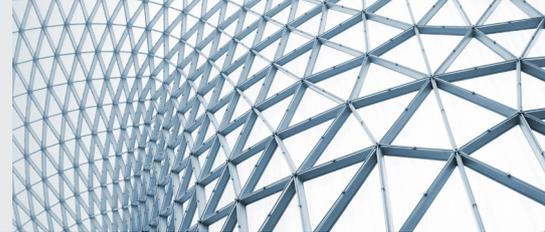
Plus généralement, la bureaucratie, l'excès de réglementation, le poids de la fiscalité et la corruption minent l'économie brésilienne, suscitant de l'instabilité dans tout l'univers de la classe d'actifs. Même bon marché, difficile de s'enthousiasmer pour cette valeur. Or, une fois exclues les grandes entreprises nationales des marchés émergents qui se négocient parfois à de faibles niveaux de valorisation, les autres noms intéressants à acquérir sont simplement trop onéreux. Si cette situation est susceptible d'évoluer, elle explique également notre réticence à investir dans ces pays directement aujourd'hui.

Mesurer l'exposition non en fonction de la localisation du siège social, mais en examinant les fondamentaux

Le défi que doit affronter l'investisseur sur les marchés émergents est d'identifier les entreprises affichant une gouvernance claire et transparente, un niveau de rentabilité satisfaisant, un modèle économique solide et dont le titre s'échange à un prix intéressant. Cela dit, l'exposition à la croissance des marchés émergents reste à l'évidence attrayante. À moyen et long termes, la forte expansion des classes moyennes et supérieures des pays émergents stimulera la croissance économique

Le HUB

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



mondiale. Les entreprises les plus intéressantes seront celles qui, ces dernières décennies, auront su judicieusement investir dans ces nouvelles tendances, anticipant ces évolutions.

Compte tenu des régions à la source des chiffres d'affaires, une exposition d'environ 20 % aux marchés émergents n'est pas un mauvais calcul. Certaines entreprises multinationales établies en Europe restent bon marché : Daimler, la société mère de Mercedes-Benz, l'entreprise de vins et spiritueux Diageo, ainsi que Richemont, le propriétaire des marques de luxe Cartier, Piaget et JaegerLeCoultre. Les équipes de direction de ces sociétés protègent les droits des actionnaires minoritaires, exercent une gouvernance responsable de leur activité qui est par ailleurs bien exposée à la consommation des marchés émergents, en Asie notamment.

Les thèmes, facteurs de distorsion de la valeur

EN 1988, le lancement de l'indice MSCI Emerging Markets a offert aux investisseurs un nouvel outil sophistiqué pour structurer concepts et thèmes

autour de l'allocation d'actifs. Les investisseurs voyant dans ces nouveaux marchés une véritable classe d'actifs, ils leur ont alloué toujours plus de capitaux, sans se soucier des valorisations. De 2003 à nos jours, le poids des marchés émergents a doublé et représente plus de 20 % de l'indice MSCI ACWI ex U.S. Pendant cette période, les investisseurs s'exposaient facilement aux pays BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine), espérant tirer avantage de l'essor des matières premières et du développement rapide des classes moyennes dans les pays émergents. Plus tard dans la décennie, les PIIGS (Portugal, Italie, Irlande, Grèce, Espagne) devenaient la figure emblématique de la crise de la dette européenne.

À cette époque, nous étions fréquemment interrogés sur les raisons de notre absence d'exposition aux marchés BRIC. Une simple raison à cela : les prix. Plaçant toutes les entreprises dans le même panier, le marché payait un prix trop élevé. Nous appliquons une approche radicalement différente ; nous allouons des multiples aux flux de trésorerie plutôt qu'aux thèmes, et les pondérations de nos portefeuilles reposent sur notre

conviction et non sur les poids attribués par l'indice. Les stratégies thématiques engendrent souvent un décalage entre le prix et la valeur. Au cours de la crise des PIIGS, toutes les entreprises ayant leur siège social en Italie ont vu leur valeur divisée par dix. Selon nos estimations, Fiat Industrial, deuxième fabricant d'outillage agricole mondial, se négociait à une fraction de sa valeur, alors qu'il ne réalisait qu'un faible pourcentage de ses ventes et de ses bénéfices en Italie et moins de 25 % de son chiffre d'affaires dans toute l'Europe. Les flux de revenus de la société étaient bien davantage exposés à ces pays BRIC tant appréciés. Nous avons pu facilement nous en assurer auprès de la direction, le PDG de la division outillage agricole étant basé à quelques minutes de nos bureaux de Chicago. Huit ans plus tard, nous détenons toujours une position sur cette entreprise, devenue depuis CNH Industrial, une société néerlandaise.

Publié en juillet 2019



MENTIONS LÉGALES

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients nonprofessionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg et en Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Suisse : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Ce document est uniquement publié à titre d'information et est destiné aux prestataires de services d'investissement ou autres Clients professionnels. Les analyses et les opinions formulées aux présentes représentent les opinions subjectives de leurs auteurs respectifs, à la date indiquée, et sont susceptibles d'être modifiées. Rien ne garantit que la situation évoluera comme le prévoit ce document.

Copyright © 2019 Natixis Investment Managers S.A – Tous droits réservés

Harris Associates L.P.

Affilié de Natixis Investment Managers.
Société de gestion agréée aux Etats-Unis par la Securities and Exchange Commission (IARD No. 106960) et autorisée à fournir des services de gestion d'investissement aux Etats-Unis.
Two North LaSalle Street, Suite 500
Chicago, Illinois 60602, Etats Unis
www.harrisassoc.com

Natixis Investment Managers

RCS Paris 453 952 681
Capital : €178 251 690
43 avenue Pierre Mendès France
75013 Paris
www.im.natixis.com