

Schroders

Talking Point

Existe-t-il une bulle sur les marchés émergents ?

Par **Nicholas Field, Stratégiste & Gérant de fonds, Actions des marchés émergents**

Compte tenu de l'accélération des flux de capitaux vers les marchés émergents ces derniers mois et de la hausse des prix qui en a résulté, les investisseurs sont nombreux à se demander si une bulle spéculative n'est pas en train de se former sur ces marchés. C'est précisément à cette question que nous allons essayer de répondre.

Quelles sont les caractéristiques d'une bulle ?

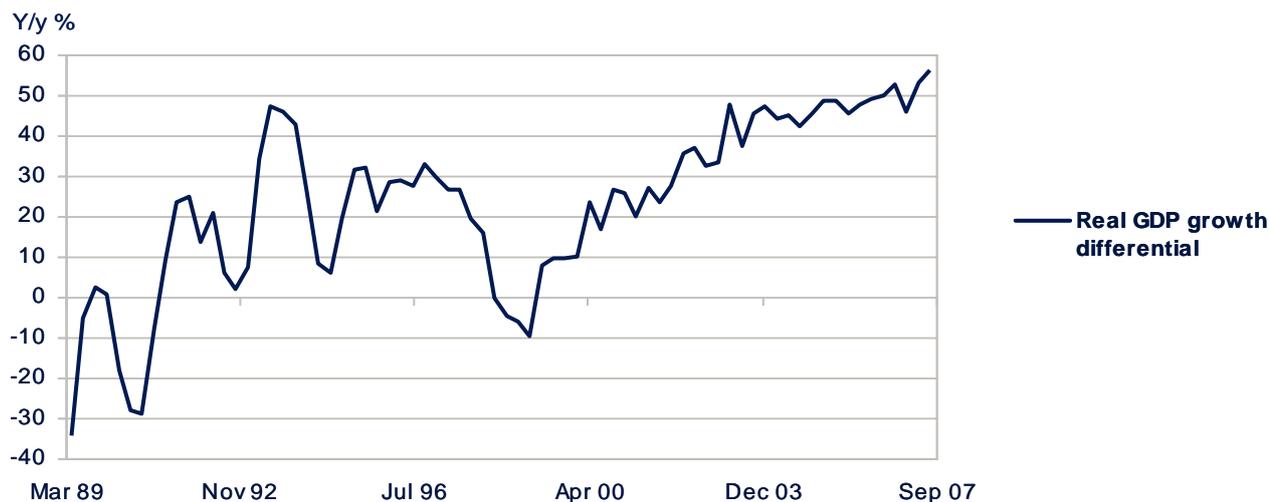
Il n'existe pas, dans le monde universitaire, de consensus quant aux causes réelles d'apparition des bulles. Toutefois, un cadre global a été défini dans lequel la plupart des bulles se forment, comme le démontre Kindleberger dans son ouvrage désormais classique *Manias, Panics and Crashes* :

1. Un « événement déclencheur » – par exemple un changement dans le contexte politique ou financier qui crée une opportunité d'investissement qui n'existait pas auparavant ;
2. D'importantes liquidités disponibles ;
3. Une série d'éléments novateurs qui incite les investisseurs à « oublier » les méthodes de valorisation traditionnelles.

Tous ces facteurs - argent facile, nouvelles opportunités d'investissement et innovation financière - se retrouvent dans la grande majorité des bulles de l'histoire moderne de la finance, des *Mississippi* et *South Sea bubbles* dans les années 1720 à la folie des chemins de fer en 1845, en passant par le krach de Wall Street dans les années 1920 et l'effondrement plus récent de l'indice Nasdaq.

De quelle manière ces critères s'appliquent-ils aux marchés émergents actuellement ? Ces marchés ne sont pas nouveaux, nous les connaissons relativement bien : quel a donc été l'événement déclencheur ? L'arrivée de la Chine et de l'Inde dans l'économie mondiale semble pouvoir jouer ce rôle. Cette évolution majeure dans l'équilibre de l'économie mondiale a en effet contribué au découplage de la croissance des marchés émergents vis-à-vis des Etats-Unis et des pays développés. Plusieurs indicateurs démontrent clairement la concrétisation de ce découplage, notamment le fait que les marchés émergents ont enregistré une croissance systématiquement supérieure à celle des marchés développés, tout en bénéficiant d'une plus grande stabilité et d'une corrélation moins marquée.

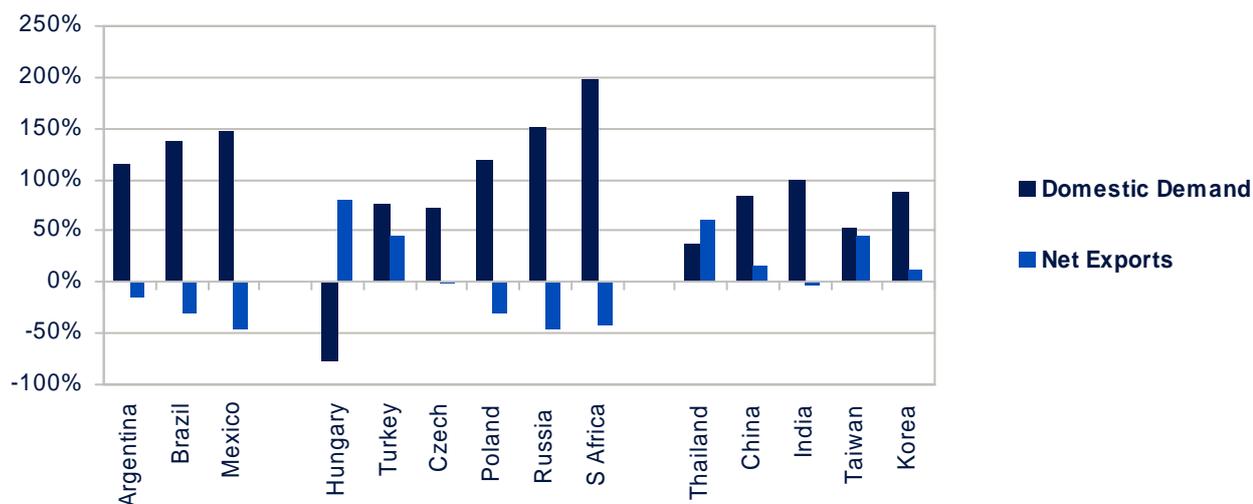




Différentiel de croissance du PIB réel
 Source : OCDE, CSFB

En outre, cette croissance est de plus en plus alimentée par la demande intérieure et les échanges commerciaux entre les économies émergentes, et de moins en moins par les exportations vers les marchés développés.

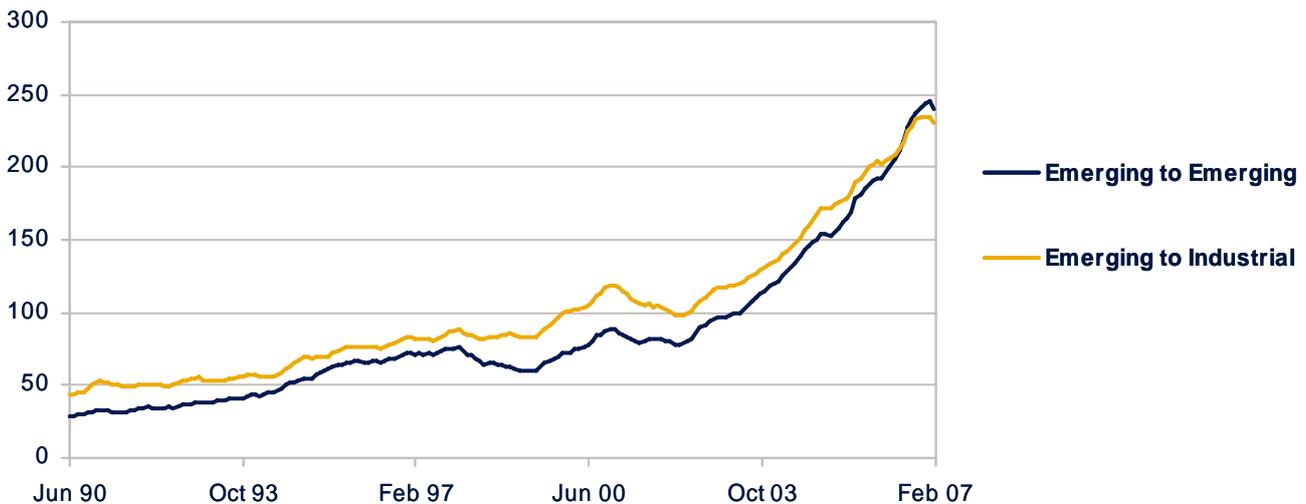
Contribution à la croissance en 2007



Demande intérieure
 Exportations nettes
 Source : Recherche Morgan Stanley

En effet, les exportations des pays émergents vers d'autres pays émergents sont désormais supérieures à celles à destination des pays industrialisés.

Bil USD Monthly



En Mds \$ par mois
 Pays émergents vers pays émergents
 Pays émergents vers pays développés
 Source : UBS/FMI

Il semble que les investisseurs acceptent de plus en plus ce phénomène de découplage. Ces derniers mois, les fonds d'investissement internationaux ont investi massivement sur les marchés émergents en raison de l'apparition d'incertitudes à l'égard de la croissance de l'économie américaine. Par le passé, les marchés émergents étaient considérés comme pari à effet de levier pour exploiter la croissance mondiale (et donc américaine). Ces flux sont donc inhabituels.

Concernant la deuxième condition - importants des liquidités disponibles - il faut reconnaître que le monde regorge de liquidités très importantes depuis quelques années. Et compte tenu de l'assouplissement récent de la politique monétaire de la Réserve Fédérale, les liquidités mondiales devraient continuer à procurer un soutien important aux marchés émergents, malgré les craintes croissantes d'un véritable resserrement du crédit.

Yr end chg %



Variation en fin d'année, en %
 Croissance de M2 dans les pays de l'OCDE
 Source : OCDE

Réserves officielles (FMI)
 Source : FMI

Le troisième critère permettant de caractériser un phénomène de bulle - des valorisations hors normes - n'est pas encore totalement rempli, même si certains marchés affichent des niveaux de valorisation plus élevés que d'autres. Le graphique ci-dessous présente les ratios cours/ bénéfices (PER) historiques. Les actions H chinoises s'établissent à des niveaux élevés alors que le marché

(onshore) des actions A présente des niveaux dignes d'une bulle. Mais dans l'ensemble, les marchés émergents ne semblent pas particulièrement surévalués.

PER Historiques



Actions H chinoises
 Actions A chinoises
 Marchés émergents
 Source : Bloomberg

Les marchés émergents internationaux remplissent donc deux des trois critères caractéristiques des bulles spéculatives. Sur le plan individuel, la situation de certains pays est encore plus marquée. La Chine est bien entendu aux avant-postes concernant « l'argument de la nouvelle révolution industrielle » et la tendance au découplage. Elle possède également son propre « événement déclencheur » : les actions, dans ce pays, constituent un nouveau véhicule d'investissement pour les investisseurs locaux. La liquidité y est abondante en raison de l'excédent spectaculaire de la balance des paiements et, comme le montre le graphique ci-dessus, la Chine est d'ores et déjà sur la voie de niveaux de valorisation sans précédent.

Nous allons maintenant analyser les marchés émergents internationaux et la Chine dans un contexte historique, afin de comparer leurs évolutions lors des précédentes bulles spéculatives.

Les précédents d'émergence de bulles spéculatives

L'histoire de la finance ne manque pas d'exemples de bulles, dont certaines ont eu des caractéristiques communes à la situation actuelle des marchés émergents. Nous allons revenir sur trois bulles, celles de Taiwan et du Japon dans les années 1980 et celle du Nasdaq en 1999-2000

Dans les années 1980, Taiwan est devenu un pays exportateur de premier plan. La balance des paiements du pays est rapidement devenue excédentaire, ce qui s'est traduit par une appréciation marquée de la devise nationale entre le 4^{ème} trimestre 1985 et la fin 1989. Après une progression de 1200 % en trois ans, le marché a atteint un plus haut en janvier 1990. Les similitudes macroéconomiques avec la Chine sont ici évidentes.

Le Japon, pour sa part, est rapidement passé du statut de pays en développement à celui de pays développé. Contrairement à Taiwan, la bulle japonaise n'a pas été alimentée par les réserves de change, mais par un approfondissement du marché financier local qui a eu pour effet d'augmenter considérablement la masse monétaire. Le marché a enregistré un gain d'environ 550 % entre 1982 et son pic de 1989. Il existe donc des parallèles entre l'émergence des marchés financiers japonais et chinois.

Passons enfin au Nasdaq. Portés par leur enthousiasme pour les nouvelles technologies à la fin des années 1990, les investisseurs en oublièrent les indicateurs traditionnels de valorisation. De manière assez involontaire - dans le sillage de sa baisse des taux d'intérêt après la quasi faillite de LTCM à l'automne 1998 - la Réserve Fédérale a fourni de la liquidité au marché. Le marché s'est inscrit en hausse d'environ 500 % entre la fin 1995 et son pic au début 2000. Même si l'analogie avec les marchés émergents n'est pas évidente, la bulle du Nasdaq est la plus récente et la plus connue des bulles et mérite une analyse détaillée. Ces deux crises se rassemblent dans le rôle joué par les « spéculateurs » (*day-traders*) peu avisés dans la formation de la bulle et la croissance des nouveaux comptes des investisseurs privés sur le marché chinois.

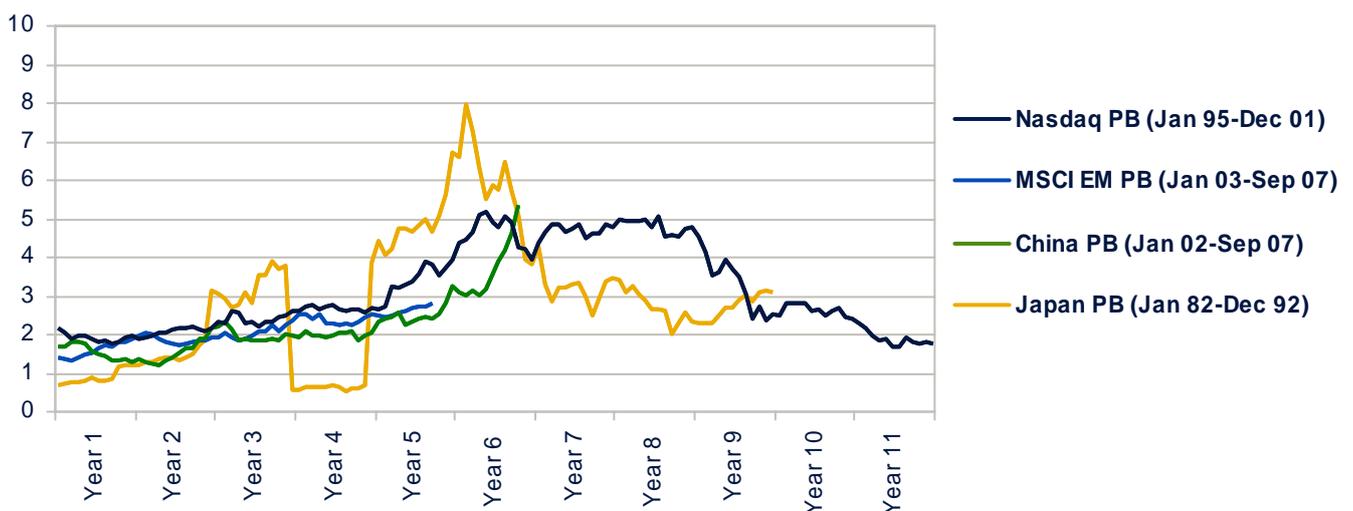
La comparaison la plus évidente porte sur l'évolution des cours.



Source : DataStream, FactSet

Si ces parallèles sont pertinents, les marchés émergents, dans leur ensemble, sont loin d'être dans une situation de bulle, alors que la Chine s'en approche. Une constatation similaire se dégage au plan des valorisations. Nous utilisons ici le ratio cours/ valeur comptable, afin d'éviter toute distorsion cyclique et comptable dans les résultats des sociétés.

Ratio cours/ valeur comptable



PER du Nasdaq (janvier 1995 – décembre 2001)
 PER de l'indice MSCI EM (janvier 2003 – septembre 2007)
 PER de l'indice de la Chine (janvier 2002 – septembre 2007)
 PER de l'indice du Japon (janvier 1982 – décembre 1992)
 Source : Bloomberg, MacQuarie

Il semble donc que la Chine ait atteint une phase plus avancée dans la formation d'une bulle que ses homologues des marchés émergents. Dans la mesure où le cadre macroéconomique et les politiques du pays ressemblent sensiblement à ceux de Taiwan dans les années 1980, nous allons pouvoir établir des comparaisons directes.

La Chine a tout d'abord accumulé une importante liquidité interne. Les taux d'épargne sont ainsi passés de 10 % dans les années 1980 à environ 25% aujourd'hui. Il s'agissait d'une condition nécessaire pour un excédent important de sa balance des paiements et à la croissance des réserves (situation identique à Taiwan).



Réserves en % du PIB (recalculé)

Du fait d'une croissance spectaculaire des réserves de change, la liquidité intérieure de Taiwan a fortement augmenté et contribué à la formation de la bulle. Sur ce plan, la Chine a déjà dépassé Taiwan.

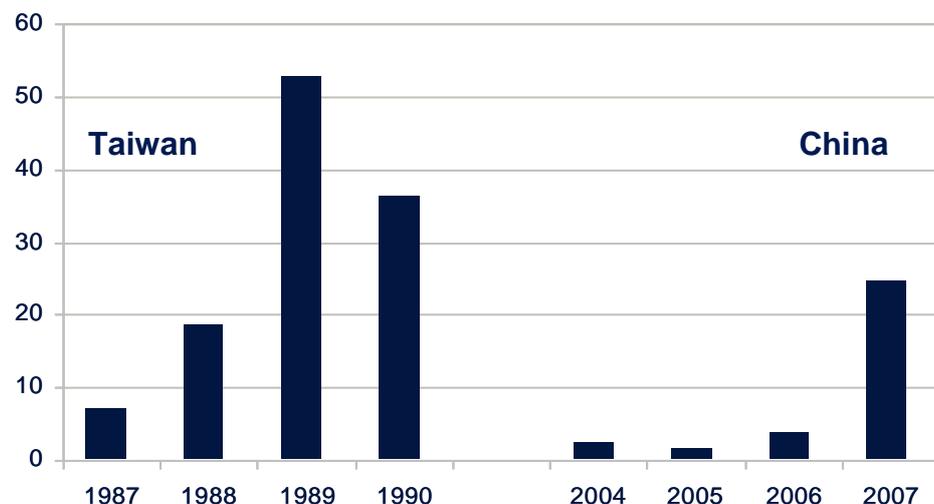
Taiwan (décembre 1979 – décembre 1989)
Source : Bloomberg

Réserves chinoises (décembre 1999 – juin 2007)

A Taiwan, le gonflement de la bulle avait été alimenté par la conjugaison d'une liquidité excédentaire et de l'engouement marqué des investisseurs privés taiwanais pour le marché.

Total moyen des transactions boursières

% of annual GDP

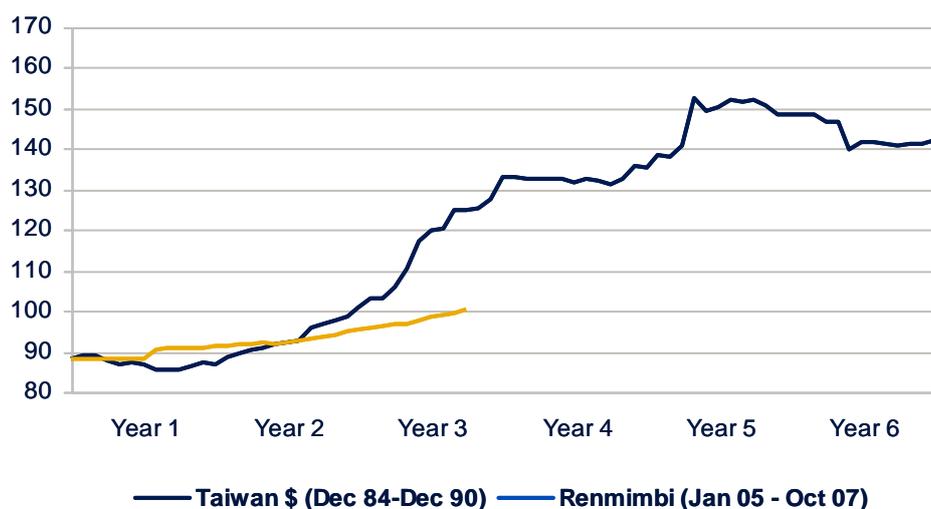


Moyenne mensuelle des transactions boursières, en % du PIB

A Taiwan, sous la pression des investisseurs privés, la liquidité excédentaire a entraîné une frénésie d'achats d'actions. Une tendance identique commence à se profiler en Chine.

% du PIB annuel

Source : Macquarie



Les devises de Taiwan et de la Chine

Afin de limiter l'impact inflationniste lié à ses excédents de ses comptes courants, Taiwan a laissé sa devise s'apprécier sensiblement, ce qui a réduit la liquidité extérieure et fini par faire éclater la bulle. La Chine n'est pas encore entrée dans ce processus.

décembre 1990)

Renmimbi (janvier 2005 – octobre 2007)

Source : Bloomberg

\$ taiwanais (décembre 1984 –

La Chine semble donc suivre le chemin de Taiwan : un taux d'épargne durablement élevé et une devise sous-évaluée se traduisent par des soldes extérieurs excessifs, une liquidité intérieure excessive et, pour finir, par une véritable frénésie d'achat d'actions. En effet, les perspectives d'appréciation importante de la devise chinoise étant encore lointaines, la liquidité nécessaire à la formation d'une bulle pourrait s'intensifier et non se réduire. La bulle chinoise pourrait même atteindre une phase de gonflement encore plus importante. Nous terminerons notre analyse en présentant brièvement les éléments susceptibles de mettre un terme à une telle bulle.

Comment les bulles éclatent-elles ?

Il existe deux raisons. Soit la liquidité à l'origine du gonflement se raréfie, soit même les investisseurs les plus optimistes prennent conscience que les niveaux de valorisation sont devenus aberrants.

A Taiwan, la réévaluation de la devise a permis de réduire la dynamique de la liquidité excédentaire. Le dollar taiwanais s'est apprécié sans à-coups, et cette hausse a dans un premier temps plutôt incité les investisseurs à y investir encore davantage. Ce n'est qu'après une certaine stabilisation de la devise que ce « pari unidirectionnel » a finalement disparu, permettant de mettre un terme à la bulle. Toutefois, il a fallu attendre que la banque centrale de Taiwan relève les taux d'intérêt dans le sillage de la banque du Japon pour que le message soit correctement interprété par les investisseurs taiwanais locaux et que la bulle se dégonfle.

Au Japon, la bulle a éclaté à la suite des hausses des taux directeurs de la banque centrale en mai 1989. De la même manière, en commençant à relever les taux en mai 1999, la Réserve Fédérale a engagé le processus qui a finalement permis de mettre un terme à la bulle du Nasdaq. L'incapacité des sociétés à procurer les gains qui avaient été promis (voire aucun) a également joué un rôle clé.

En Chine, les taux réels sont restés très bas et des hausses importantes (ou bien des craintes d'inflation) seraient nécessaires pour avoir un impact sur la Bourse.

Taux d'intérêt réels en Chine



Chine (mai 1996 – octobre 2007)
Source : Bloomberg

Quel événement pourrait empêcher le gonflement de la bulle chinoise ? La fin de l'afflux de liquidités ou une forte baisse de la rentabilité des sociétés. Les autorités chinoises n'ont pas adopté de mesures agressives afin de résoudre la problématique de la liquidité :

1. Les taux d'intérêt ont progressé mais dans des proportions relativement faibles ;
2. La politique monétaire actuelle de hausse de 5 à 10 % par an de la devise face au dollar ne devrait pas évoluer à court terme. Compte tenu de la faiblesse du dollar, le renminbi s'est déprécié par rapport à la majorité des autres monnaies ;
3. La seule initiative sérieuse des autorités chinoises est leur tentative de libérer le compte de capital au travers du programme QDII (*Qualified Domestic Institutional Investor*). Ce programme implique d'autoriser les investisseurs domestiques à investir à l'étranger. Bien que les montants susceptibles d'être investis dans des fonds offshore semblent relativement importants (plusieurs

milliards de dollars par tranche de QDII), ils sont peu élevés par rapport aux flux de capitaux alimentant la balance des paiements. Et les investisseurs ne sont pas tous prêts, loin s'en faut, à souhaiter vendre des investissements libellés dans une devise susceptible de s'apprécier fortement.

4. Le nouveau fonds souverain chinois s'efforcera probablement de réduire les excédents de liquidités chinois en achetant des volumes importants d'actifs étrangers. Il reste toutefois à savoir si les gouvernements occidentaux autoriseront l'achat massif de sociétés nationales de qualité par la Chine.

Enfin, au vu de la faiblesse de la devise et du pouvoir limité de la main d'œuvre en matière de salaires, les gains de productivité en Chine devraient augmenter et se traduire par une hausse solide et continue des résultats des entreprises. Un choc sur les bénéfices est donc très peu probable à court terme.

Le seul risque qui pourrait venir perturber cette politique est un emballement de l'inflation. Ce phénomène pourrait finir par se matérialiser. Toutefois, le taux d'inflation (hors alimentation) étant proche de 1 % en Chine, il n'y a pas de menace immédiate. Nous ne pensons pas que les autorités chinoises soient favorables à un ralentissement marqué de la croissance avant les Jeux Olympiques de 2008, et une modification des politiques « pro-croissance » est très peu probable avant cette échéance, et probablement après.

Conclusion

Au regard des valorisations, les marchés émergents ne sont pas dans une situation de bulle. Cependant, les conditions de formation d'une bulle sont réunies.

Si un maintien de volumes de liquidités importants est nécessaire, celui-ci pourrait être perturbé par une baisse brutale de la croissance américaine. Les signes de bulle sont plus palpables en Chine.

Non seulement les valorisations et les volumes de transaction ont atteint des niveaux synonymes d'une bulle, mais une véritable chute de la croissance mondiale sera nécessaire pour réduire l'excédent de la balance des paiements chinoise et mettre un terme aux liquidités excédentaires.

Compte tenu de la politique chinoise actuelle, la constitution d'une bulle sur les actions chinoises est désormais très probable.

Information importante :

Ce document exprime les opinions de Nicholas Field, Stratégiste & Gérant de fonds, Actions des marchés émergents, et ne représente pas nécessairement les opinions de Schroder Investment Management Limited.

Réservé aux investisseurs et aux conseillers financiers professionnels. Ce document n'est pas destiné aux particuliers.

Ce document n'est destiné qu'à des fins d'information et ne constitue nullement une publication à caractère promotionnel. Il ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un instrument financier quelconque. Il n'y a pas lieu de considérer le présent document comme contenant des recommandations en matière comptable, juridique ou fiscale, ou d'investissements. Schroder Investment 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. Ce document exprime les avis et opinions de Schroders, et ceux-ci sont susceptibles de changer. Aucun investissement et/ou aucune décision d'ordre stratégique ne doit se fonder sur les opinions et les informations contenues dans ce document.

Publié par Schroder Investments 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.