LE DOUBLE VISAGE DES ENTREPRISES ÉMERGENTES

Au sein des marchés émergents, à commencer par la Chine, les entreprises d'état, les fameuses State Owned Enterprises, occupent toujours une place importante dans les indices traditionnels. En dépit de performances moindres qui déteignent sur l'ensemble.

Eli Koen

Responsable Emerging Europe Equity

Union Bancaire Privée

Eli KOEN est responsable de l'équipe Emerging Europe Equities et gérant de portefeuille au sein de l'équipe Global Emerging Equities. Entré à l'UBP en 2010, il gère le fonds UBAM Turkish Equities depuis son lancement en avril 2010. Auparavant, Eli Koen codirigeait l'équipe Emerging Europe Equities chez Fortis Investments à Londres. Avant de se spécialiser dans la gestion de fonds, il a travaillé comme analyste des marchés émergents chez Goldman Sachs et Lehman Brothers à Londres ainsi qu'à la Finansbank d'Istanbul entre 1993 and 2001. Titulaire d'un master en économie et finance internationales de la Brandeis University de Waltham, il a également obtenu un master et une licence en économie de l'université du Bosphore à Istanbul.

Après avoir subi des sorties de capitaux durant plusieurs années, les fonds des marchés émergents ont récemment bénéficié d'entrées importantes. Pour une grande part, ces capitaux seront inévitablement investis dans des fonds indiciels passifs ou des fonds actifs en théorie mais essentiellement passifs en pratique. L'un des problèmes de cette approche est l'exposition croissante des investisseurs aux SOE, ces entreprises d'Etat qui tiennent une place importante dans les indices traditionnels et induisent un risque certain pour les investisseurs. Les SOE chinoises illustrent parfaitement ce point.

Elles ont pour la plupart été fondées dans les années 1950, à l'époque où le Parti communiste chinois nationalisait les entreprises privées et l'infrastructure. Après les réformes de la fin des années 90, celles qui étaient les plus inefficaces et les plus endettées ont été fermées, fusionnées ou rachetées. Les entreprises demeurées dans la catégorie des «piliers industriels» ont été transformées en championnes nationales.

Si ces SOE semblent à première vue rentables, une étude menée en 2012 par l'Unirule Institute of Economics indique que les principales SOE ont perdu de l'argent entre 2001 et 2009 une fois les subventions reçues prises en compte. Ces derniers temps, elles ont de nouveau fait parler d'elles avec la forte hausse de leurs niveaux d'endettement suite au programme de relance économique de la Chine. C'est la raison pour laquelle le FMI a récemment émis un avertissement sur les risques liés à l'augmentation du fardeau de cette dette et incité les autorités à soumettre les SOE aux règles du marché.

Aujourd'hui, environ 65% des actions chinoises de l'indice MSCI GEM sont des SOE dans un large éventail de secteurs incluant les biens de consommation, l'énergie, la finance, l'industrie, les matériaux, les services publics et les télécommunications. Selon nos calculs internes effectués à l'aide des données de Bloomberg, sur les 12 derniers mois, le rendement des fonds propres (ROE) des SOE s'est élevé à 12% contre 16% pour le secteur privé. Nous avons voulu vérifier s'il s'agissait d'une situation temporaire en analysant également l'historique à 3 et 5 ans. L'écart est encore plus frappant sur le long terme. Sur une période de 3 ans, le ROE des SOE s'élevait à 13% contre 18,7% pour le secteur privé. Sur 5 ans, les chiffres sont de 12,9% et 18,9%.

Que signifient ces écarts de ROE pour la valorisation et les rendements des actionnaires? Sur la base de nos estimations concernant le coût des fonds propres, et toutes choses étant égales par ailleurs, une entreprise avec un ROE de 18.9% se négocierait à une prime de valorisation de 46% en termes d'actif net comptable par rapport à une entreprise ayant un ROE de 12.9%. En d'autres termes, ces entreprises détruisent une grande quantité de valeur pour leurs actionnaires.

Plus inquiétant encore, les SOE accusent une baisse de leur ROE malgré leur endettement croissant. Le ratio dette/fonds pro-

“ Aujourd’hui, environ 65% des actions chinoises de l’indice MSCI GEM sont des SOE dans un large éventail de secteurs incluant les biens de consommation, l’énergie, la finance, l’industrie, les matériaux, les services publics et les télécommunications. ”

pres médian des SOE s’élève à 88%, ce qui est nettement supérieur aux 60% des entreprises du secteur privé. Si cet écart d’endettement est pris en compte, le profond déficit de rentabilité est encore aggravé.

Un autre exemple nous est fourni par le secteur financier indien. La banque centrale indienne (RBI) a estimé que les actifs en difficulté – y compris les prêts restructurés et non productifs – constituaient 17% des actifs dans les banques sous contrôle de l’Etat, soit les trois quarts du total du secteur. Par conséquent, les actifs en difficulté représentent 14% du système bancaire indien. La situation est nettement meilleure pour les banques privées dont la part des actifs en difficulté avoisine 5% seulement. Les banques d’Etat sont généralement considérées comme plus sensibles aux pressions politiques, ce qui peut expliquer leurs mauvaises pratiques en matière de prêt.

Le rapport de la RBI signale que la crise des actifs en difficulté a pesé lourdement sur la croissance du crédit qui n’était que de 4% pour les banques d’Etat en mars 2016 contre 25% pour les banques du secteur privé.

Ailleurs dans le monde, le récent scandale politique autour de Petrobras au Brésil, qui a entraîné la chute du gouvernement et l’effondrement du cours de l’action, éclaire les risques liés aux entreprises publiques sous un autre angle. Les autres exemples de ce type ne manquent pas dans l’univers des marchés émergents.

L’intérêt grandissant pour les émergents, l’inclusion éventuelle des actions chinoises de catégorie A dans le futur, la part croissante de l’investissement passif ou semi-passif sont autant de facteurs qui risquent d’augmenter progressivement l’exposition des portefeuilles d’investisseurs à ces entreprises inefficaces. Nous sommes intimement convaincus que les investisseurs et les gérants devraient rechercher des solutions pour réduire ce risque.

■