



L'ASSET MANAGEMENT EN CHINE ET EN INDE : DES MARCHÉS ÉMERGENTS À FORT POTENTIEL À MOYEN-LONG TERME

INTERVIEW

CHRISTIAN D'ALLEST *

Tout d'abord, pouvez-vous expliciter les grandes caractéristiques de ces marchés ?

L'Inde et la Chine sont les pays émergents qui semblent les plus prometteurs actuellement en matière de gestion d'actifs. Ils possèdent chacun deux atouts attrayants : un formidable marché d'épargnants potentiels, avec des populations de plus d'un milliard d'habitants, et une croissance économique élevée, d'environ 7 % pour l'Inde et entre 8 et 9 % pour la Chine, créatrice de richesses en quête de placement. Cependant, le marché de la gestion d'actifs reste embryonnaire dans ces deux pays. La gestion institutionnelle n'a véritablement démarré ni dans l'un ni dans l'autre. Et leurs marchés de fonds, avec une taille à peu près similaire de l'ordre de 30 à 40 Md\$¹, sont sans commune mesure avec leur PIB (1 412 Md\$ pour la Chine et 525 Md\$ pour l'Inde en 2003²). Ils ont un deuxième point commun, celui de rester encore largement fermés aux investisseurs et aux placements étrangers, par la réglementation et le contrôle des changes. Un point différencie

* Directeur de la supervision des filiales étrangères, membre du Comité exécutif de SG Asset Management. Propos recueillis par Servane Pfister et Carlos Pardo.

Cette interview est suivie de deux notes sur la gestion d'actifs en Chine et en Inde, rédigées par Carlos Pardo, AFG et Servane Pfister, AEF.



cependant profondément ces deux pays, leur histoire économique. La tradition capitaliste de l'Inde est un facteur favorable au développement de la gestion d'actifs tandis que le régime communiste chinois conditionne l'expansion des marchés financiers chinois au rythme et aux avatars des privatisations des entreprises publiques.

Ces marchés sont effectivement prometteurs, même s'ils sont encore de taille réduite. Quelles sont les principales perspectives de développement que peut y espérer un gérant ?

Les situations sont différentes : alors que *l'asset management* en Chine croît lentement, le marché indien se développe au rythme que l'on peut espérer sur un marché émergent.

En Chine, SG Asset Management a été parmi les tout premiers étrangers à créer une société *ex nihilo* avec un partenaire industriel, dans un marché dominé par quelques très grosses sociétés de gestion domestiques dans lesquelles les courtiers jouaient un très grand rôle. Les autorités chinoises avaient l'objectif d'importer les bonnes pratiques, une *corporate governance*, la déontologie et une certaine sophistication des produits et outils en ouvrant partiellement aux acteurs étrangers leur marché domestique jusqu'alors très opaque et souvent manipulé. Les entreprises étrangères y ont donc développé leur *business model* en l'adaptant au contexte local. Paradoxalement, l'un des plus grands problèmes est le divorce entre les marchés financiers et l'économie : la Bourse chinoise a baissé de 20 % l'année dernière, et de près de 50 % depuis 2001, alors que le PNB est en pleine croissance. Le développement du marché financier est contraint par la réglementation chinoise : 2 nouveaux fonds seulement peuvent être autorisés chaque année par société de gestion.

À l'avenir, nous fondons beaucoup d'espoir sur le développement du marché institutionnel, notamment des fonds de pension des entreprises. Le fonds de pension de la Sécurité sociale chinoise a ainsi déjà démarré, il a pour le moment, privilégié les sociétés de gestion purement domestiques qui ont obtenu les mandats les plus importants.

Le deuxième facteur favorable est l'ouverture progressive au *cross selling* plus rapide que prévue. Ainsi, les assureurs sont maintenant autorisés à investir en devises, ils ont donc des devises à placer et à gérer.

Le développement des marchés des fonds de pension et le développement du *cross selling*, dans les limites autorisées, pourraient ainsi donner un nouvel élan au marché de la gestion collective.

Cette analyse ne vaut pas pour l'Inde, qui se caractérise par un mélange de formalisme hérité de la colonisation britannique et d'économie émergente. L'Inde est fondamentalement capitaliste. La première Sicav y est d'ailleurs plus ancienne qu'en France : UTI a été créée en



1963 et la première Sicav française a été lancée par Société Générale en 1964. En revanche, les autorités indiennes ont toujours mis en place un *ring fencing*. Elles ont ainsi empêché des investissements étrangers massifs sur leurs Bourses, toujours susceptibles de retraits brutaux causant une sévère chute des cours. Ce libéralisme très modéré a préservé l'Inde des crises russes et asiatiques qui ont touché ses voisins.

La progression du marché de la gestion a été de 20 % par an ces dernières années (du fait de la croissance des volumes ou des cours), exceptée l'année dernière où la progression a été seulement de 8 % du fait du contexte électoral. Comptant sur une croissance future du même ordre et également sur le développement du marché des fonds de pension, SG Asset Management a conclu l'été dernier un partenariat structurant avec State Bank of India, la première banque indienne (105 millions de clients) et a pris une participation significative au capital de sa filiale de gestion SBI FM. Notre ambition est bien évidemment de gagner des parts de marché grâce à l'apport de nos savoir-faire et à l'accompagnement du réseau SBI. Notre objectif est de figurer parmi les 3 premiers acteurs du marché indien d'ici 3-4 ans.

Si l'Inde reste un pays émergent, le développement toujours progressif de son marché et le taux de croissance modéré de son économie - de 6 ou 7 % - paraissent plus propices à l'avènement d'un marché financier mature au cours des années qui viennent.

Pourquoi un gérant a-t-il aujourd'hui intérêt à s'installer dans ces pays ? Qu'y cherchez-vous ?

Nous avons des objectifs à horizons différents. Nous y préparons dès maintenant nos relais de croissance à horizon 5-10 ans. En termes de gestion, c'est l'opportunité d'acquérir une compétence spécialisée dans ces pays qui pèsent et pèseront de plus en plus sur le PNB mondial et qui constituent des marchés à fort potentiel.

Certes, à l'aune de nos critères européens, l'Inde comme la Chine sont aujourd'hui de très petits marchés de la gestion et leur développement demandera du temps. Ainsi notre société de gestion indienne gère 1,5 Md\$ et la société de gestion historique, UTI, pas plus de 5 Md\$. Notre présence sur ces marchés sert à court terme notre stratégie commerciale. Proposer des stratégies locales est, en effet, le moyen de nous ouvrir la porte du marché domestique pour y commercialiser nos produits et nos gestions internationales. Elle donne également un autre atout : celui de pouvoir offrir aux investisseurs qui peuvent, d'ores et déjà, investir à travers des fonds *off shore* à condition d'être *Foreign qualified investors*, notre gestion indienne certifiée SEBI et disposant en plus du contrôle qualité de SG Asset Management.



Exactement ce que les clients recherchent. Une excellente opportunité pour pénétrer la diaspora indienne, extrêmement riche.

Vous l'avez dit, le marché de la gestion collective est très faible, aussi bien en Inde qu'en Chine, par rapport au PNB de ces pays. Quels sont donc les autres produits d'épargne qui concurrencent la gestion collective ?

Ce sont essentiellement les dépôts bancaires, très importants. Par ailleurs, en Chine, ce que l'on nomme les « placements privés » représentent également une grande part de l'épargne des ménages. En Inde, pour le moment, seules de grandes banques étrangères type City Bank ou HSBC développent une politique à l'occidentale de vente de produits à gestion collective (type OPCVM) et ont mis en place une organisation adaptée. Notre défi est là. Notre partenaire SBI a l'avantage de couvrir toute l'Inde où la vente d'OPCVM se réalise essentiellement par vente directe. Les placements sont très volatils, avec un taux de retrait, rachat et souscription très élevé, nombre d'entreprises allant d'un fonds à l'autre pour des raisons fiscales. La force de SBI est sa forte pénétration auprès de la clientèle de particuliers, que nous espérons attirer vers des produits actions ou équilibrés.

4

Concernant la Chine, vous semblez évoquer une certaine fragilité du marché. Cette fragilité est-elle due à une mauvaise réglementation des marchés ou à un manque de réglementation ?

En Chine, il existe des actions non cotées. Lors d'une privatisation en effet, seule une partie minoritaire du capital est introduite en Bourse *via* une OPV, le *holding* public conservant la majorité des actifs se voyant attribuer 70 % des actions. Le flottant est donc limité à 30 % et les intérêts des minoritaires ne font l'objet d'aucune protection particulière. Par ailleurs, la *holding* mère ne peut céder ses actions non cotées qu'à des conditions et des contreparties réglementées. La remise en question régulière de cette situation nourrit des craintes de forte baisse du marché.

Vous parlez d'un marché très volatil qui fonctionne tant bien que mal. Est-ce que cela fragilise l'activité de vos sociétés ?

Nous nous adaptons au contexte local. En Chine, nous avons mis en place un processus d'investissement et des règles de contrôle des risques rigoureux pour ne sélectionner que les meilleures valeurs. Notre partenariat nous permet également de mieux connaître le marché et les émetteurs.



Une telle situation, loin d'être spécifique à la Chine, est commune à tous les marchés émergents. Il existe en Chine une dynamique formidable, mais le fonctionnement des sociétés chinoises, y compris les *start-up* dans lesquelles un grand nombre de fonds *private equity* souhaiteraient investir, ne correspond pas aux critères occidentaux. Le rôle des sociétés de gestion étrangères, et c'est bien l'attente des autorités, est de contribuer à développer le niveau de gouvernance par l'apport de leurs méthodes et de leurs compétences. Une modernisation par l'importation de bonnes pratiques ; l'adaptation du cadre réglementaire suivra ultérieurement.

ANNEXE I

LA GESTION D'ACTIFS EN CHINE

La Chine en quelques chiffres³

- Population : 1,2 milliard d'habitants,
- PIB : 1 412 Md\$⁴ ; taux de croissance de 9,5 %⁵,
- Inflation : 4 %,
- Déficit budgétaire : 2,2 % du PIB,
- Patrimoine des ménages : 1 300 Md\$⁶.

Gestion collective : une industrie jeune et dynamique

Bien que l'industrie de la gestion d'actifs chinoise soit très récente, elle connaît une croissance rapide et une grande diversification des produits offerts. L'année 1997 donne le coup d'envoi à l'industrie de la gestion, avec, notamment, la publication du *Preliminary Securities Investment Fund Act* par le Conseil d'État chinois. Depuis, sa progression a été très rapide, avec un taux de croissance proche de 70 % par an. Avec l'entrée de la Chine à l'OMC en décembre 2001, les *joint-ventures* sino-étrangères sont autorisées avec une participation ne pouvant excéder 33 % du capital, plafond qui devrait pourvoir être relevé à 49 % après 3 ans. Il est intéressant de noter qu'actuellement la moitié des nouveaux participants à l'industrie de la gestion en Chine sont des *joint-ventures* de ce type, dont deux groupes français (Axa IM, BNP PAM et SGAM). Cette industrie propose aujourd'hui aux épargnants chinois une large gamme de produits, tels que les fonds obligations, les *equity funds*, les fonds hybrides, les fonds à capital garanti, les fonds indexés... Toutefois, malgré la diversité des



fonds proposés, la régulation reste quelque peu contraignante et impose que les fonds investissent au moins 20 % de leurs avoirs en bons du Trésor, les 80 % restant pouvant être investis en actions domestiques de la catégorie A (actions domestiques, initialement réservées aux investisseurs chinois, cotées en yuan sur les Bourses chinoises ; depuis l'été 2003, ce marché s'ouvre également aux investisseurs étrangers sous le régime des *Qualified Foreign Institutional Investors*).

Les banques restent le principal réseau de distribution des fonds, du fait de leur large capacité à capter l'épargne domestique, laquelle épargne est captive en raison du contrôle des changes et placée essentiellement en dépôts bancaires rémunérés au taux réglementaire de 1,98 %. Toujours est-il, l'industrie de la gestion d'actifs s'est fortement développée et les fonds sont devenus l'un des véhicules privilégiés des investisseurs souhaitant accéder sur les marchés d'actions chinois. Au troisième trimestre 2004, l'ensemble des sociétés de gestion totalisait un volume d'actifs gérés de l'ordre de 300 milliards de yuans (soit environ 36 Md\$).

L'industrie de la gestion d'actifs chinoise reste très concentrée - fin juin 2003, les 3 premières sociétés (sur 21) géraient environ 30 % du total des actifs sous gestion⁸.

À côté de l'épargne bancaire et des obligations d'État, les fonds d'investissement sont également devenus l'un des instruments de placement pour les investisseurs institutionnels. Ainsi, les assureurs détiennent environ 23 % du total des actifs sous gestion des 54 fonds domestiques. Début juin 2003, le *National Security Fund* a sélectionné 6 sociétés de gestion leur confiant 27 milliards de yuans d'actifs. Cette attribution montre le regard que le gouvernement a sur la profession et l'industrie de la gestion d'actifs dans son ensemble.

Fort potentiel de croissance avec des défis de taille à relever

Fin 2003, l'industrie chinoise de la gestion ne gère que 36 Md\$ (soit, 2,5 % du PIB), alors que les banques domestiques détiennent 3 330 Md\$ (soit deux fois et demi le PIB de la Chine⁹). Ceci donne une idée du potentiel de croissance de cette industrie-là dans le futur proche. Soulignons, de même, qu'en mars 2005, la capitalisation boursière de la Chine Continentale (ensemble les places de Hong-Kong, Shanghai et Shenzhen) représente 670 Md\$, soit environ 47 % de son PIB¹⁰. Si l'on ne considère que les titres échangeables, car une partie de ceux-ci est entre les mains de l'Etat chinois, ce montant est beaucoup plus modeste, avoisinant 14 % du PIB. Le 1^{er} juin 2004, le gouvernement chinois a publié un amendement améliorant la *Securities Investment Fund Law*, montrant ainsi son intérêt pour l'épanouissement de l'industrie financière en Chine.



D'après une étude de ChinaAMC, le développement de l'industrie chinoise de la gestion d'actifs devrait suivre les tendances suivantes :

- un accroissement du montant des actifs sous gestion ;
- une innovation continue en termes de produits offerts ;
- un élargissement des domaines d'intervention des fonds ;
- une spécialisation et une multiplication des réseaux de distribution et des services.

Mais selon cette même étude, des défis de taille restent encore à relever :

- développer le marché des capitaux chinois. En effet, plusieurs freins ont bridé son développement : le contrecoup des événements de 1989, la crise asiatique de 1997, les scandales financiers, la prédominance de la place de Hong-Kong dans le financement des entreprises continentales, la préférence des autorités pour le financement bancaire... Même si les espérances de développement des Places financières chinoises sont importantes, elles restent subordonnées à la capacité des autorités à les rendre crédibles et attractives, ce que les récents scandales de manipulation des cours semblent ne pas favoriser ;
- introduire des mécanismes afin de maîtriser de multiples risques tels que les pratiques illégales, fraudes... Les standards de gouvernance de l'industrie des fonds ont besoin d'être améliorés et complétés, tout comme le contrôle interne et la gestion des risques, afin de protéger au mieux les intérêts des investisseurs ;
- faire face à la concurrence au sein de cette industrie. Les fonds domestiques font face à une concurrence de plus en plus intense du fait de la multiplication des sociétés de gestion et de l'arrivée d'institutions internationales ;
- améliorer l'éducation des professionnels et des investisseurs ;
- développer les standards internationaux de mesure de la performance des fonds.

ANNEXE II

LA GESTION D'ACTIFS EN INDE

L'Inde en quelques chiffres

- Population : 1 milliard d'habitants,
- PIB : 525 Md\$¹¹ ; taux de croissance entre 6 et 7 %¹²,
- Inflation : de 4 à 5 %¹³,



- Déficit budgétaire : 4,8 % du PIB¹⁴,
- Épargne des ménages : 117 Md\$ dont 53 Md\$ d'épargne financière¹⁵.

Un marché de la gestion en pleine mutation

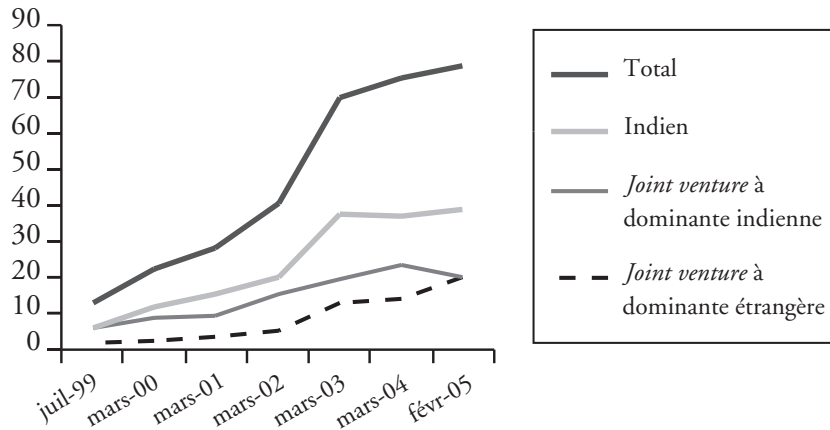
L'histoire de la gestion d'actifs de l'Inde peut se décomposer en 4 phases. Elle débute en 1963, avec la création du premier fonds de placement, public, l'*Unit Trust of India* (UTI). Deuxième phase, suite à la création en 1988 de la *Securities and Exchange Board of India* (SEBI), afin de réguler et développer le marché des capitaux, et jusqu'en 1993, d'autres fonds publics font leur entrée sur le marché. Ils sont le plus souvent créés à l'initiative de banques publiques ou de sociétés d'assurances. Un nouveau pas est franchi entre 1993 et 2003 avec le lancement de fonds privés. La régulation des fonds communs, régie par le SEBI, ayant été révisée en 1996, des fonds étrangers peuvent également en être proposés. Désormais, la majorité des fonds sont proposés par des sociétés financières privées, des banques publiques ou des *joint ventures* avec participations étrangères. Enfin, depuis début 2003, avec la division du fonds UTI, en une entité publique et une entité privée, et les récentes fusions entre fonds du secteur privé, l'industrie de la gestion d'actifs est entrée dans une phase de consolidation et de croissance. Ainsi, selon l'*Association of Mutual Funds in India*, le montant des actifs sous gestion est passé de 795 milliards de roupies en 1999 à 1 523 milliards de roupies début 2005, soit une progression annuelle moyenne de 14 %. Le secteur privé est le grand bénéficiaire de ces évolutions avec une part de marché qui s'établit à 80 % début 2005, contre 13 % en 1999.

Des intervenants étrangers qui dynamisent le marché

C'est dans ce contexte de consolidation et d'ouverture que ces deux dernières années, 4 banques ou sociétés de gestion étrangères ont lancé, ou souhaitent le faire, des fonds communs en Inde. En juin dernier, le SEBI a également ouvert la porte du marché indien aux *hedge funds* en les autorisant à investir sur son marché domestique dans le cadre des restrictions imputées aux investisseurs institutionnels étrangers, même si cela ne semble pas convaincre ces derniers¹⁶.

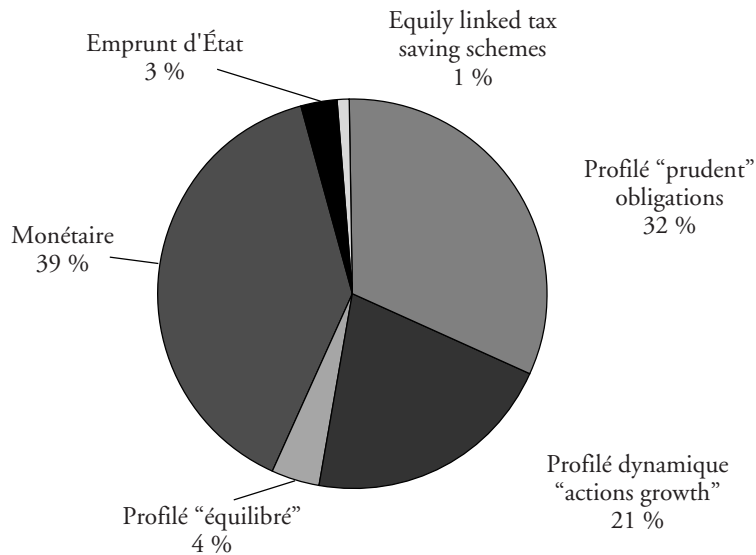
Début 2005, il existe 28 fonds qui, ensemble, gèrent 1 523 milliards de roupies (environ 34,8 Md\$), dont une dizaine de fonds à dominante étrangère avec des actifs nets qui atteignent 605 milliards de roupies (13,8 Md\$). La majeure partie (environ 70 %) des avoirs sous gestion est investie dans des produits dits « prudents » ou en fonds liquides ou du marché monétaire, du fait de la forte aversion au risque des investisseurs, et également des fortes charges sur les fonds actions. Toutefois, la part des produits profilés dynamiques actions a tendance à s'accroître, sa part représentant 21 % des actifs gérés.

Graphique n° 1
Part du secteur privé dans le total des actifs sous gestion
(en % du montant total des actifs sous gestion)



Source : Association in mutual funds in India.

Graphique n° 2
Répartition des actifs sous gestion par types de fonds
(janvier 2005)



Note : Taux de change au 31 janvier 2005 - 1\$=43,75 roupies.

Source : Association in mutual funds in India.

Perspectives : l'Inde, un marché à risques ?

Alors que les actifs sous gestion ne représentent que 34,8 Md\$, soit environ 6,6 % du PIB - contre 80 % aux États-Unis et 65 % en France -, les dépôts à terme bancaires s'élèvent à environ 290,5 Md\$ (soit 65 % du PIB indien), selon le ministère des Finances indien. Parmi ces dépôts bancaires, ceux d'Indiens non résidents représentent la composante principale. Ces chiffres laissent présager les perspectives de développement de la gestion en Inde. Par ailleurs, les progrès de l'économie indienne et les perspectives de rendements qu'elle offre ont convaincu les fonds de pension américains d'inscrire l'Inde à la liste des marchés émergents où investir. En 2003, les investisseurs étrangers ont ainsi investi 7 Md\$ en titres indiens. Selon Morgan Stanley, les managers de fonds étrangers ont accru en 2003 leurs participations dans les 10 premières sociétés indiennes de 7,3 % à 35,2 % des actions. Par ailleurs, dans le cadre de la réforme des retraites, les fonds communs espèrent avoir l'opportunité d'offrir des produits adaptés. Actuellement, seuls deux fonds ont mis en place des produits relatifs à l'épargne retraite. Dans ce cadre, le SEBI a imposé plusieurs réformes afin d'améliorer la transparence et le professionnalisme du comportement des acteurs. L'accent est mis sur la bonne gouvernance des fonds et leur mise en conformité avec les règles de régulation.

10

Cependant, le frein majeur au développement du marché indien reste l'importance du déficit public (aux alentours de 10 % du PIB) qui mine la confiance des investisseurs. Ainsi, la note donnée par les experts des agences d'assurances-crédit de l'OCDE, en mai 2004, à l'Inde est maintenue dans la catégorie 3 (contre 2 pour la Chine). Selon la mission économique en Asie du Sud, l'amélioration de la dette extérieure et le fort accroissement des réserves de change sont venus contrebalancer la faiblesse du système bancaire et des finances publiques, facteurs de risque qui auraient pu conduire à un déclassement de l'Inde. La capitalisation sur les marchés indiens étant également faible (1 585 milliards de roupies, soit 36 Md\$), la liquidité en pâtit ce qui se traduit par la presque impossibilité de prendre de positions larges. *Last but not least*, le marché indien recèle plusieurs risques majeurs, tels que les tensions avec son voisin pakistanais, l'opposition populiste aux évolutions du marché si les gains économiques ne sont pas redistribués équitablement... De même, une forte croissance économique n'est pas forcément synonyme de bonnes performances sur les marchés financiers.

NOTES

1. À titre d'exemple, le marché français représente environ 2 400 Md\$ pour un PIB d'environ 2 000 Md\$ en 2004, selon les chiffres de l'OCDE.
2. En prix courants, sources OCDE.
3. Sources : le *World economic outlook IMF*, sept 2004 ; *Main Economic Indicators*, dec. 2004, OECD.
4. Estimation de l'OCDE pour 2003.
5. Prévision du *National Bureau of statistics* pour 2004, qui prévoit également un PIB de 1 650 Md\$ pour cette même année.
6. Bruno Cabrillac et Jean-Patrick Yanitch (2004), « Les marchés financiers chinois », *Revue d'économie financière* n° 77 « Le devenir financier de la Chine ».
7. 1 \$ US = 8.3 RMB.
8. Selon *The Securities Association of China* (SAC).
9. Selon ChinaAMC.
10. L'État détiendrait, directement ou indirectement, environ 70 % de la capitalisation boursière, d'où une importante éviction des fonds levés sur les marchés financiers.
11. *Main Economic Indicators*, dec 2004, OECD.
12. *World Economic Outlook 2004*, FMI.
13. Sources FMI et Banque mondiale.
14. En 2004, selon le *World Economic Outlook 2004*, FMI.
15. Source : *Reserve bank of India*. Estimation pour 2003
16. Jusqu'ici les *hedge funds*, qui, selon *The Economist*, détiendraient 25 à 30 % des investissements étrangers en actions, investissaient en Inde via des banques d'investissements enregistrées sous la forme, entre autres choses, de *participatory notes*.

