



ANALYSE HEBDOMADAIRE

Marchés : Les marchés émergents méritent mieux

4 juillet 2012

Focus : Surperformance des BRICs au second semestre 2012

Points clés:

- Marchés émergents anormalement pénalisés par le scénario conjoncturel et la crise européenne
- Valorisations historiques très attrayantes
- Potentiel de réaction supérieur des banques centrales et capacités de rebond économique sous-estimées
- Surperformance des BRICs au second semestre

Excellente opportunité d'investissement à moyen terme.

Marchés émergents pénalisés par la crise européenne et les incertitudes conjoncturelles

Depuis un an, la crise de la dette européenne et les perspectives d'effondrement de l'activité conjoncturelle en Europe ont largement affecté les marchés financiers. Les marchés émergents ont pour leur part été pénalisés par le risque de forte baisse de la demande d'importation des pays européens en difficultés, renforcé au cours des derniers mois par les craintes d'un ralentissement simultané aux USA. L'accroissement des probabilités d'une récession en Europe a donc certainement été le facteur principal ayant poussé les investisseurs à réduire leur exposition aux marchés émergents au sens large. Les marchés asiatiques ont naturellement souffert les premiers de cet ajustement en phase de remontée des risques. De leur côté, les marchés émergents d'Amérique latine et la Russie ont aussi souffert de la correction généralisée des matières premières et du pétrole en particulier induite par ce scénario conjoncturel moins favorable au second trimestre 2012.

En cette période de remontée des anticipations négatives, les marchés émergents ont donc très nettement fait les frais de la mise en place des politiques de réduction des risques des investisseurs.

L'affaiblissement du cycle conjoncturel américain à court terme a naturellement pesé sur l'évolution des actions américaines, mais celles-ci ont tout de même été capables de réaliser une performance positive sur un an (+6.4%). En effet, après le premier choc de l'été 2011, le renforcement de la conjoncture américaine avait été suffisant pour justifier une reprise presque linéaire des marchés US. Les nouvelles incertitudes du printemps 2012 ont logiquement initié quelques prises de profits à court terme. Mais sur le plan fondamental, le ralentissement conjoncturel actuel aux Etats-Unis devrait cependant faire rapidement place à une reprise de l'activité en seconde partie d'année. Après une consolidation attendue d'environ -10%, nous attendons donc une reprise en juin de la tendance haussière. Dans ce contexte, il faut relever que la plupart des autres marchés ont subi des corrections de cours parfois importantes. Si au Japon, un renforcement de la production industrielle et un affaiblissement de la devise ont permis récemment de regagner un peu du terrain perdu, la volatilité est restée extrême et la performance sur un an est négative (-5.8%). En Europe, les performances ont été variables et particulièrement négatives dans les pays du sud, mais la performance globale s'affiche finalement en baisse de -14.1%.

Evolution des marchés actions 2011-2012 (Japon-USA-Europe)

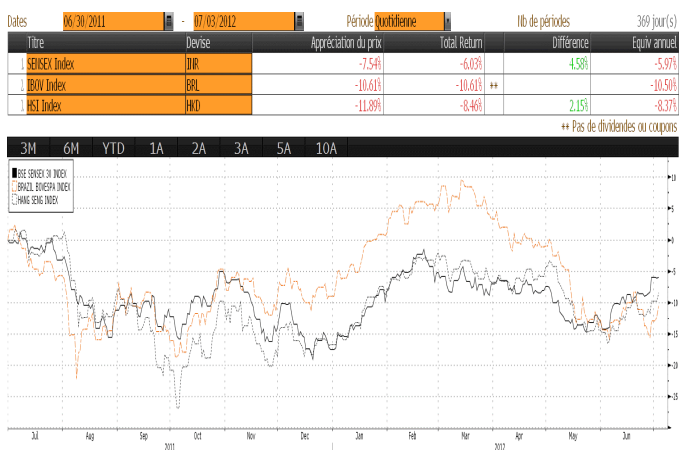
Titre	Devise	Appréciation du prix	Total Return	Différence	Equiv. annuel
NY Index	USD	-7.64%	-5.81%	-12.21%	-5.75%
SPY Index	USD	-10.91%	-6.49%		-6.33%
SXSE Index	EUR	-18.54%	-14.11%	-20.51%	-13.97%



Source : Bloomberg

Du côté des marchés émergents, les performances sont clairement négatives. Après avoir longtemps été un des meilleurs marchés actions du 1^{er} trimestre, la chute des matières premières a finalement terriblement pénalisé le marché brésilien en très nette baisse sur un an (-10.6%), essentiellement en raison de l'effondrement observé ces deux derniers mois (-20%). L'évolution des marchés indiens (-6%) et chinois (-8.4%) montre une corrélation assez élevée durant cette période, mais ces deux grands marchés émergents enregistrent tout de même des corrections sensibles pourtant peu justifiées par leur situation économique et par les politiques de soutien conjoncturel qui s'avéreront certainement efficaces au second semestre. Quant au marché russe, la chute des cours du pétrole a aussi pesé sur les cours des titres russes en baisse de -16.2% sur la même période.

Evolution des marchés actions 2011-2012 (Inde – Brésil - Chine)



Source : Bloomberg

En cette période d'incertitude, les investisseurs ont donc concentré leurs allocations en actions sur le marché américain au détriment des marchés émergents.

Cette réallocation de portefeuilles en faveur d'actifs perçus comme moins volatiles et moins risqués ne nous semble plus justifiée désormais.

Changement de régime de risque plus favorable aux marchés émergents

Si le second trimestre a été chargé d'incertitudes nous pensons que les prochains mois devraient à nouveau être plus positifs. En effet, les craintes d'un effondrement conjoncturel global nous paraissent très exagérées par la majorité des investisseurs, alors que des actions de plus en plus concrètes sont désormais prises par les pouvoirs politiques et par les banques centrales pour soutenir et relancer la croissance.

Nous indiquions déjà au cours des dernières semaines que plusieurs facteurs favorables étaient en train de se mettre en place pour renverser le baromètre des risques et opportunités en faveur de ces dernières.

Ainsi, même si le dernier sommet des dirigeants européens n'a évidemment pas résolu l'ensemble des problèmes de l'union européenne, il aura tout de même été capable de surprendre favorablement un grand nombre d'intervenants. La perception du pilotage de la crise européenne s'en est trouvée améliorée et l'espoir d'une résolution s'est renforcé.

Aux Etats-Unis, certains indicateurs comme l'indice ISM manufacturier ont probablement été surestimés dans l'évaluation des risques de récession. Le rebond de +0.7% contre +0.1% attendu des commandes industrielles ; l'indice des directeur d'achat de Chicago plus fort qu'estimé en juin ; la légère reprise de l'emploi et un secteur immobilier en phase de stabilisation sont quelque uns des signes en faveur d'une relance aux USA.

Par ailleurs, si un QE3 reste toujours possible, nous pensons que la chute des cours du brut (WTI -25%) de 105 USD à 80 USD en mai et juin constitue déjà à elle seule une forme de QE puissant pour l'économie américaine et notamment pour le revenu disponible des ménages et leur consommation.

La baisse des prix de l'énergie et des matières premières est finalement un facteur favorable à court terme qui intervient alors que la conjoncture dans les pays émergents était aussi un peu plus faible.

Les banques centrales restent également présentes et soutiennent la conjoncture comme l'indique ce jour encore la décision de la Banque Centrale Européenne (BCE) de baisser son taux directeur de 0.25%. Si cette décision était anticipée, celle de la Banque Centrale Chinoise de baisser ses taux pour la seconde fois cette année a été une surprise. Les décideurs politiques chinois ont sans doute voulu donner une visibilité supérieure à leur décision en l'annonçant le même jour que la BCE et peut-être même pour laisser planer le doute d'une action coordonnée pour répondre au ralentissement mondial.

Aux Etats-Unis, la Réserve Fédérale a annoncé qu'elle maintiendrait sa politique de taux directeurs proches de zéro et sa politique de vente de titres à court terme pour racheter des titres du Trésor à long terme dans le but de faire pression sur la partie longue de la courbe de taux. Les taux ont également baissé au Brésil à sept reprises depuis le mois d'août tandis qu'en Inde, la Banque Centrale s'est retenue de monter ses taux directeurs malgré une reprise de l'inflation.

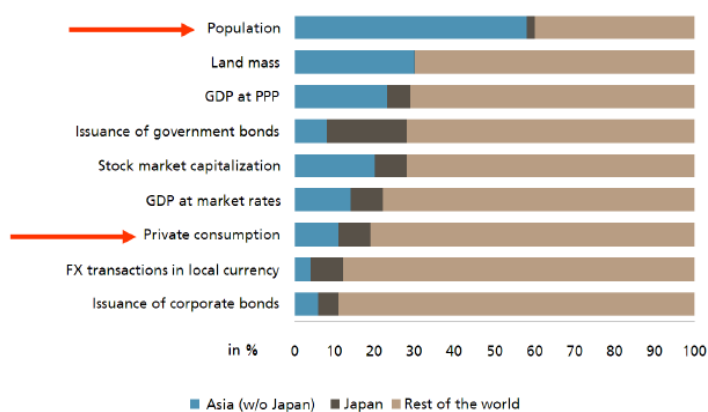
Les risques d'un ralentissement conjoncturel ont donc selon nous fortement diminué ces dernières semaines.

Les investisseurs qui avaient boudé quelque peu les « actifs risqués » en avril et mai, sont ainsi progressivement redevenus plus optimistes. La hausse du mois de juin indique un repositionnement progressif sur la plupart des classes d'actifs au détriment des obligations gouvernementales notamment.

Marchés émergents sous évalués en cas de reprise du cycle conjoncturel au second semestre 2012

Les marchés émergents ont plus souffert des craintes de ralentissement que la plupart des pays industrialisés. Pourtant, malgré toutes les incertitudes en Europe, les marchés émergents continuent d'être les plus grands contributeurs à la croissance mondiale. Les taux de croissance des économies émergentes subissent les effets des ralentissements conjoncturels des pays industrialisés, mais il s'agit selon nous plus d'un tassement de la croissance que d'un véritable renversement de tendance. Les économies émergentes se sont efforcées de diminuer leur dépendance des cycles conjoncturels des pays occidentaux. Leur capacité de développement est encore fantastique dans ce domaine. L'Asie à elle seule représente 60% de la population mondiale et seulement 10% de la consommation. La croissance du PIB des pays émergents et du PIB par habitant augmente naturellement la taille de la classe moyenne, vecteur important de la consommation. En Chine, celle-ci devrait passer de 34 millions de ménages à 66 millions avant 2020. Au Brésil, elle est désormais 50% plus importante qu'il y a 10 ans.

Consommation marchés émergents (Asie) en % population

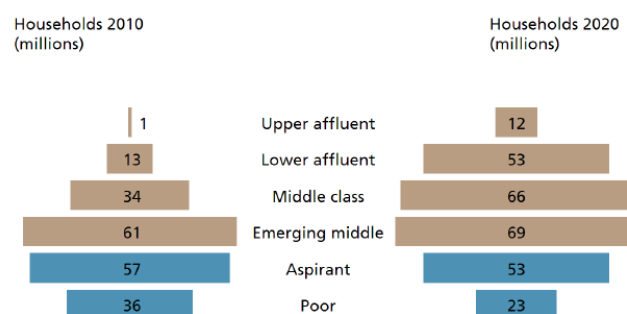


Source : UBS

A eux seuls, les BRICs représentent près de 20% de l'économie mondiale tandis que leur capitalisation boursière reste largement en-dessous de ce chiffre.

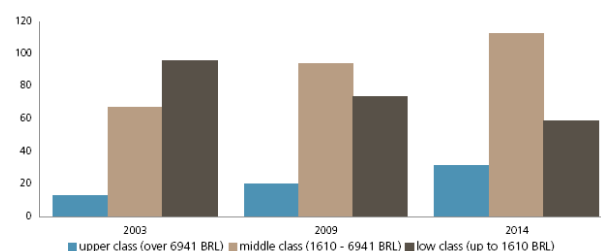
Avec une capitalisation globale environ 25% en-dessous de leur poids relatif, les BRICs semblent aujourd'hui très sous-représentés. D'autant que leur poids économique est appelé à progresser en raison du différentiel de croissance toujours très important entre les économies matures et celles des marchés émergents. Ceux-ci pourraient bien représenter d'ici 10 ans 30% du PIB mondial.

Répartition des revenus en milieu urbain (Chine)



Source : UBS

Répartition des revenus en milieu urbain (Brésil)



Source : UBS

Un tel écart de valorisation avait déjà été observé en 2005, il avait été suivi d'une hausse de plus de +50% de l'indice MSCI BRIC.

Le changement récent du régime de risque qui accompagne l'amélioration du climat boursier devrait donc servir de base à une nouvelle tendance de performance relative et absolue très favorable pour l'ensemble des marchés émergents.

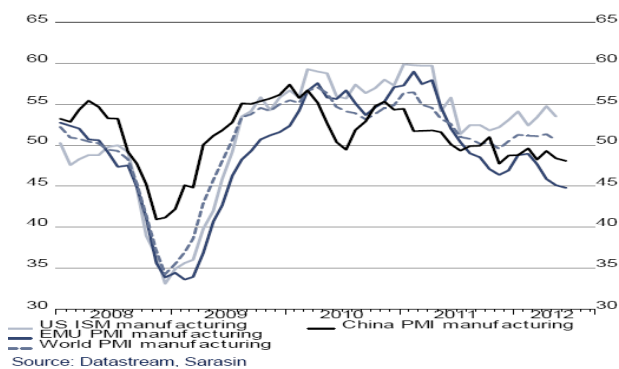
Les marchés financiers ont anticipé un fort ralentissement conjoncturel mondial. Les mesures annoncées depuis plusieurs semaines et la baisse des matières premières devraient désormais modifier ces anticipations.

En termes de valorisations boursières, le marché brésilien se traite désormais à 10x les bénéfices 2012 estimés, tandis

que les actions indiennes ont un PE de 12x (50% inférieur à celui de 2009). Globalement, les marchés émergents ont vu leur valorisation chuter à seulement 9x les bénéfices, une correction de plus de 30% de la valorisation moyenne de 13x observée au cours des trois dernières années. Par comparaison, les actions américaines se traitent à 13x les bénéfices malgré une croissance très inférieure et des perspectives moindres.

Le ralentissement de la croissance des pays émergents nous semble donc très largement escompté aux niveaux de cours actuels. Les investisseurs n'ont par contre pas du tout intégré la capacité de réaction de ces économies et de ré-accelération de leur croissance au second semestre 2012.

Indicateurs avancés (Monde Europe USA Chine)



Source : Sarasin

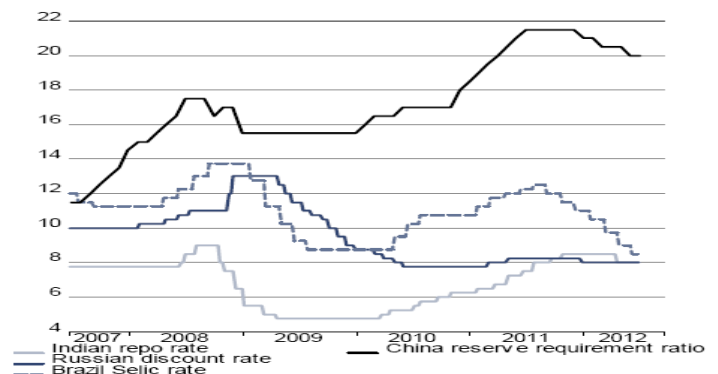
Indicateurs avancés BRIC



Source : Sarasin

Les politiques monétaires des BRICs sont clairement orientées vers la dynamisation de leurs économies.

Taux d'escompte et de prêt



Source : Sarasin

Les marchés émergents ont donc toutes les raisons de bénéficier au second semestre d'un nouvel intérêt d'investisseurs à la recherche d'opportunités d'investissement présentant un niveau de risque historiquement faible en raison de valorisations attrayantes.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group SA
Rue Sigismond Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch