

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO

13 mai 2013

A quand la fin de la sous-performance des marchés émergents ?

Décélération de la croissance, inflation et baisse des matières premières ont pénalisé les pays émergents. Des valorisations séduisantes soutiennent leurs perspectives pour 2013.

Points clés

- Sous-performance des marchés émergents : -12.5% YTD par rapport à l'indice MSCI World
- Les grands marchés émergents plombent la performance des indices émergents globaux
- Multiples causes spécifiques, décélération de la croissance, remontée de l'inflation, baisse des matières premières, chute du yen
- Reprise récente d'une tendance haussière
- Valorisations séduisantes pour la plupart des grands marchés émergents
- 30% de discount par rapport aux marchés développés (PE émergents 10x)
- Perspectives de croissance supérieures
- Relance d'une dynamique de surprises positives
- Renversement de tendance probable

Performances récentes des marchés émergents plombées par les poids lourds de l'univers

Depuis le début de l'année, les indices globaux reflétant l'évolution des marchés émergents enregistrent une performance globale peu réjouissante et sensiblement en retard par rapport à celles des indices mondiaux. Nous pensons que cette tendance devrait se renverser au cours des prochains mois.

L'indice MSCI marchés émergents est à peine revenu en territoire positif en début mai et enregistre donc une performance proche de zéro (+0.25%) depuis le début de l'année, tandis que l'indice MSCI Monde progressait de +12.76%, un peu moins que l'indice SP500, qui affichait une hausse de +15.43% pendant la même période. La star incontestée en ce début d'année en monnaies locales était sans surprise le marché japonais (+41.75%) dopé par une politique monétaire ultra accommodante et une dépréciation massive du yen.

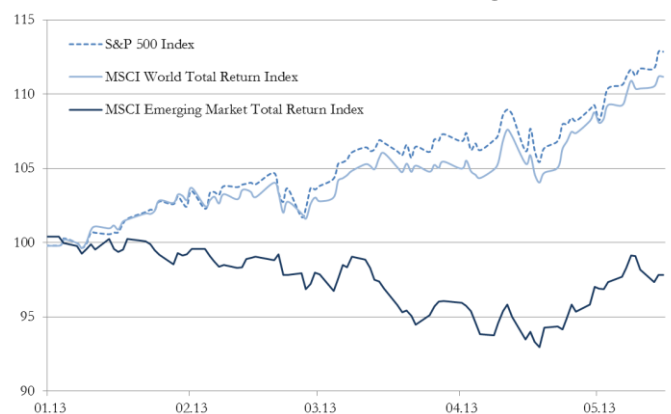
En tenant compte de l'effet de change, sa performance en dollars était tout de même réduite à +19.95%.

La chute de la devise nipponne a sans doute contribué à la contre-performance de ces derniers mois de certains marchés émergents asiatiques.

Les marchés émergents n'ont pas encore bénéficié en 2013 de l'amélioration générale du sentiment des investisseurs et du climat boursier résolument plus optimiste depuis plusieurs trimestres maintenant. Leur sous-performance globale s'établit à -12% en seulement quatre mois. Mais leurs valorisations désormais très séduisantes, en particulier pour la Chine, la Corée du Sud, le Brésil et l'Inde devraient leur permettre de nouvelles progressions des cours.

Cette sous performance globale n'a pas une cause unique, mais elle résulte de plusieurs causes spécifiques à quelques-uns des plus grands marchés émergents, qui ont individuellement pesé sur la performance globale de l'indice MSCI marchés émergents. **Décélération de la croissance, remontée de l'inflation ou baisse des cours des matières premières ont été les facteurs déterminants dans l'évolution en dents de scie de ces marchés.**

Sous performance des marchés émergents en 2013



Sources : Bloomberg, BBGI

La Chine (18%), la Corée (15%), le Brésil (13%), l'Afrique du Sud (7%) et la Russie (6%) sont encore en baisse depuis le début de l'année, alors que Taiwan (11%) est le seul grand marché émergent à s'inscrire en hausse significative et que l'Inde (6.5%) se maintient tout juste en territoire positif.

La croissance des pays émergents a souvent été une source d'inquiétude ces derniers mois, notamment la décélération chinoise au premier trimestre, mais aussi les PMI brésilien, indien et russe, qui restent toujours au-dessus du seuil critique de 50 synonyme d'expansion, mais dont le dynamisme semblait s'essouffler. Des perspectives de croissance moins favorables ont donc naturellement pénalisé les marchés émergents.

Mais le ralentissement conjoncturel en Chine en particulier a aussi concouru à la dégradation des perspectives à court terme pour les matières premières. Ce scénario un peu moins solide pour les perspectives immédiates de la demande de matières premières a essentiellement pénalisé les marchés émergents producteurs et soutenu d'une certaine manière les pays importateurs.

Ainsi, la Russie et le Brésil, parmi les plus importants marchés émergents, ont souffert de l'affaiblissement des cours des matières premières, tandis que la Chine ou la Corée du Sud ne parvenaient pas vraiment à en profiter.

Sensibilité des pays émergents au cycle des matières premières

Les pays émergents n'ont tout d'abord pas la même sensibilité au cycle des matières premières, celle-ci est en effet liée à la nature de leur économie et à l'exploitation de ressources naturelles dans leur pays. Cette sensibilité peut donc être positive ou négative selon que le pays émergent considéré soit un exportateur net ou un importateur net de matières premières, lorsque le cycle est à la hausse ou à la baisse des prix. Cette sensibilité peut donc être positive ou négative selon le lien qui lie leurs économies aux cours des matières premières. Les pays dont le PIB est clairement lié aux exportations et aux cours des matières premières ont des économies plus sensibles aux prix, et ainsi une chute des cours affecte négativement les revenus du pays et pénalisent son équilibre budgétaire, mais aussi l'évolution de son économie publique, et par conséquent son PIB.

C'est en particulier le cas des économies très dépendantes de leurs exportations de pétrole ou de gaz comme la Russie, le Venezuela ou la Colombie.

Dans le cas contraire, les économies dépendantes des importations de matières premières devraient bénéficier

des coûts de production plus faibles et augmenter leur compétitivité ou réduire les pressions inflationnistes. C'est en particulier le cas de la Chine et de la Corée du Sud.

Les marchés émergents ont donc des degrés de dépendance au cycle des matières premières extrêmement variables comme le démontre le tableau ci-dessous.

Matières premières en % des exportations totales

	Energie	Agroalim	Minerais	Total
Venezuela	96.1	0.2	0.9	97.1
Colombie	63.9	13.1	0.9	77.8
Russie	61	3.7	1.7	66.3
Pérou	12.8	18.1	34.5	65.4
Argentine	7.5	52.3	2.7	62.5
Brésil	12.1	31.1	19	62.2
Indonésie	32.4	20.1	6.8	59.3
Chili	1	20	24.1	45.1
Ukraine	11	17.7	8.7	37.5
Inde	19.2	10.5	4.5	34.1
Malaisie	19.8	12.1	1.3	33.2
Vietnam	11.3	20.8	1	33.2
Bulgarie	13.1	14.1	4	31.3
Thaïlande	5.5	18.9	0.7	25.1
Mexique	14.8	6.5	1.8	23.1
Philippines	3.1	10	5.7	18.7
Roumanie	5.7	9.3	2.9	17.9
Pologne	4.9	11.6	1.1	17.7
Turquie	3.9	10.6	2.4	16.9
Hongrie	3.6	8.2	0.9	12.8
Corée du Sud	9.6	1.2	0.3	11.1
Rép.Tchèque	4	5.2	1.4	10.6
Chine	1.4	2.7	0.3	4.5

Sources : Chelem, Natixis

Globalement, on observe trois schémas de dépendance aux exportations de matières premières.

Sept pays sur vingt-trois ont une très forte dépendance comprise entre 60% et 98%. On retrouve deux grands marchés émergents parmi ces sept pays : la Russie (13% du MSCI EM) et le Brésil (6%).

Huit autres pays ont une dépendance significative variant entre 20% et 50% parmi lesquels se trouve un grand marché émergent : l'Inde. Le dernier groupe de huit autres pays n'affiche qu'une dépendance faible et profite en général d'un affaiblissement des cours de matières premières, au rang desquels figurent la Chine et la Corée du Sud. La baisse des cours du brut par exemple aurait largement du bénéficier à ces économies et à celle de l'Inde en particulier qui subventionne les prix de l'énergie.

Si la Russie, le Venezuela et la Colombie sont des économies très dépendantes des cours de l'énergie,

d'autres pays comme le Pérou, l'Argentine, le Brésil et l'Indonésie ont une dépendance plus diffuse aux trois grands segments (énergie, agroalimentaire et minerais).

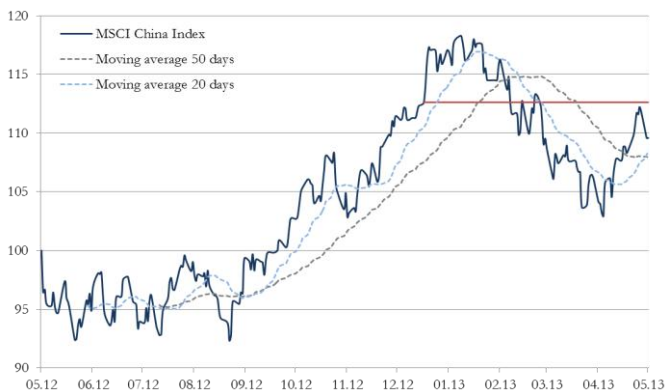
L'Argentine, véritable puissance agricole, tire une part importante de ses ressources de l'exportation de soja, de blé et de maïs. Elle est, avec le Brésil, plus dépendante du secteur agroalimentaire, tandis que le Pérou est fortement exposé au cuivre et à l'or, et le Chili dépend fortement du cycle des métaux.

Valorisation et perspectives des principaux pays émergents

La valorisation des marchés émergents (10x) est aujourd'hui très inférieure à celle des marchés développés (13x). Nous estimons que la poursuite de la hausse des marchés actions favorisera un changement de sentiment des investisseurs à la recherche de meilleures opportunités.

La Chine en baisse de -8% YTD au plus bas en avril profitait d'un rebond qui replaçait sa performance de l'année à zéro. Le marché chinois souffre pour l'instant toujours d'une croissance légèrement décevante même si elle reste très élevée. Le segment domestique se porte bien et la valorisation du marché (PE 8x) est attrayante dans un contexte de surprise possible des résultats des entreprises. Le marché chinois devrait enfin retrouver du soutien grâce à une revalorisation des perspectives de croissance des profits des entreprises et provoquer un regain d'intérêt des investisseurs qui sera aussi visible sur l'ensemble des autres marchés émergents.

Indice MSCI Chine



Sources : Bloomberg, BBGI

Dans le même temps, **les actions coréennes** chutaient de -9% sans pouvoir réellement bénéficier d'une reprise et restent aujourd'hui encore en retrait de -5% depuis le début de l'année. La chute du yen était le premier catalyseur de la baisse, puis les démonstrations de force et les provocations de la Corée du Nord sont venues renforcer le courant vendeur. Le marché coréen se traite comme le marché chinois à 8x les bénéfices, très nettement en dessous des autres marchés asiatiques.

Indice MSCI Corée du Sud



Sources : Bloomberg, BBGI

Le marché brésilien reste sans orientation depuis plusieurs mois. Sa performance est légèrement négative après avoir tout de même cédé plus de -10% entre mars et avril. Après deux années de bénéfices en faible croissance, une croissance économique très inférieure à sa moyenne historique, un PMI tout juste supérieur à 50 et une devise sous pression, le Brésil reste le « pays du futur ». Il améliore toutefois progressivement ses fondamentaux : la dette extérieure est passée de 50% à moins de 20% de son PIB et la dette publique s'est réduite de 80% à 60%. Mais le Brésil fait à court terme face à une reprise de l'inflation qui dépasse les objectifs de la banque centrale et à un risque réel de remontée des taux comme le suggère la dernière hausse décidée par la BCB. Mais avec la perspective d'une reprise de la croissance mondiale, le Brésil est bien positionné pour bénéficier d'une reprise des cours des matières premières. **Avec une croissance des bénéfices de +20% à 25% et un PE de 12x, le marché brésilien offre l'une des meilleures perspectives boursières de l'Amérique latine.**

Indice MSCI Brésil



Sources : Bloomberg, BBGI

L'indice sud-africain chutait aussi de -9% avant de se reprendre et afficher un résultat malgré tout encore négatif depuis le début de l'année. La situation sur le marché de l'emploi pénalise les sociétés minières notamment, tandis que les fondamentaux ont de la peine à s'améliorer. L'inflation progresse, la devise s'est dépréciée, mais la croissance reste faible. Dans ce

contexte, les attentes de croissance des bénéficiaires sont élevées (+15%), mais la valorisation aussi. Une hausse des cours des métaux précieux sera indispensable pour provoquer une surperformance de ce marché.

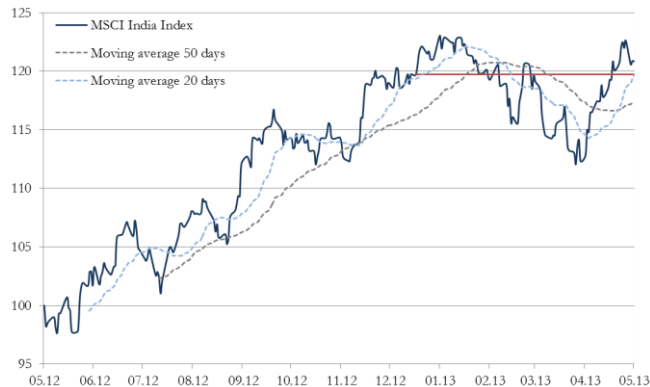
Indice MSCI Afrique du sud



Sources : Bloomberg, BBGI

Le marché indien a aussi souffert du désintérêt des investisseurs jusqu'à la mi-avril. Il a depuis récupéré de sa chute de -9% et réalise finalement une faible performance positive. Mais si la croissance semble décevante, elle s'affiche tout de même à 5%, et les risques inflationnistes semblent avoir diminué. La banque centrale pourrait donc assouplir à nouveau sa politique monétaire. A 13x les bénéfices, le marché indien pourrait retrouver les faveurs des investisseurs lorsque la croissance des bénéfices reprendra.

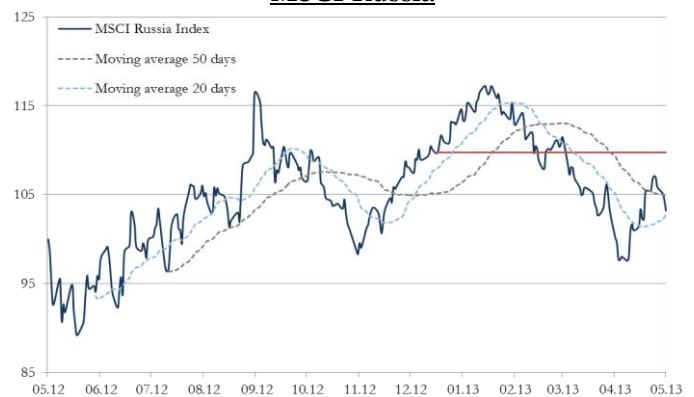
Indice MSCI Inde



Sources : Bloomberg, BBGI

Le marché russe aura finalement été le plus affecté avec une chute de -18% entre janvier et avril 2013 avant que le dernier rebond n'améliore sa performance YTD qui reste toutefois négative de -4%. L'économie russe a souffert de la baisse de cours du brut et de la demande. Son économie en phase de ralentissement devrait pourtant avoir touché son point d'inflexion au 1^{er} trimestre 2013. La remontée de l'inflation pourrait aussi avoir atteint son sommet et les taux d'intérêt devraient à nouveau pouvoir se détendre. Le marché russe devrait bénéficier du renforcement conjoncturel et d'une remontée des cours du brut. A seulement 5x les bénéfices (le plus bas PE de la zone Europe, Middle East, Afrique) et un rendement de 4%, le marché russe offre des perspectives d'investissement intéressantes.

MSCI Russia



Sources : Bloomberg, BBGI

Fin des déceptions et surprises positives pour les marchés émergents

Les marchés émergents sont désormais très sous évalués par rapport aux marchés développés et aux Etats-Unis en particulier.

Leurs perspectives de croissance sont supérieures et le renforcement de la conjoncture mondiale leur sera favorable.

Le flux de nouvelles devrait enfin être positif et provoquer un repositionnement des investisseurs sur ces marchés à Beta plus élevé.

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