



Retour durable de la surperformance des marchés émergents ?

La décision de la Fed de reporter toute modification de son programme de QE3 profite aux marchés émergents. De meilleurs PMI et des exportations plus fortes soutiennent la tendance.

Points clés

- Les marchés émergents ont souffert de craintes infondées de « tapering » de la Fed
- La croissance des pays émergents n'est finalement pas aussi faible qu'attendue
- Les facteurs fondamentaux s'améliorent et soutiennent une reprise boursière
- Perspectives bénéficiaires supérieures à celles des marchés développés
- Valorisations toujours attrayantes
- Stabilisation de la crise des devises émergentes
- Une crise certainement plus conjoncturelle que structurelle
- Fin de la sous-performance des marchés émergents
- Perspectives très favorables pour 2014

Le rebond des marchés émergents depuis leurs points bas de l'été annonce un retour de leur surperformance

Les marchés émergents ont souffert de nombreux maux en 2013 et notamment des craintes exagérées de « tapering » de la Fed. C'est effectivement l'un des facteurs les plus souvent évoqués pour expliquer le désintérêt des investisseurs et la sous performance manifeste de l'ensemble des marchés émergents en 2013.

Nous l'avons déjà évoqué dans notre analyse hebdomadaire du 29 juillet consacrée aux marchés émergents, les craintes de « tapering », étaient selon nous largement injustifiées, comme l'a finalement démontré, après six mois d'incertitudes, la dernière décision de la Fed de ne procéder à aucun changement de politique monétaire.

Mais le désintérêt des investisseurs au cours des trois premiers trimestres trouvait sa justification également dans le fait que les attentes de croissance pour la Chine et celles de nombreux autres pays émergents étaient régulièrement révisées à la baisse. Souvent jugées plus incertaines que la reprise en cours aux Etats-Unis, en raison d'indicateurs avancés PMI parfois hésitants et d'exportations plus faibles, ces perspectives moins favorables à très court terme ont motivé un recentrage des allocations géographiques sur les marchés domestiques développés, notamment aux Etats-Unis et au Japon.

L'évolution des perspectives bénéficiaires, négatives en 2012, reprenait pourtant une tendance positive en 2013 pour les principaux marchés, bien qu'en-dessous des taux de croissance habituels des marchés émergents. Si effectivement les taux de croissance des bénéficiaires dans les marchés émergents d'Europe, du Moyen-Orient et de l'Afrique avaient plongé, passant de +15% en 2012 pour s'établir entre 0% et +5% aujourd'hui, les progressions de bénéficiaires en Asie et en Amérique latine avaient montré une image nettement plus favorable en se stabilisant autour de +15% à ce jour. Mais il est vrai que la dynamique des révisions de bénéficiaires au 2^{ème} et 3^{ème} trimestre 2013 suivait une pente descendante défavorable aux marchés émergents.

Les économies émergentes liées au cycle conjoncturel chinois, ainsi que celles dépendantes des flux de fonds occidentaux pour financer leurs déficits de comptes courants, avaient aussi été jugées plus vulnérables et avaient donc fait l'objet de dégagements. Les réajustements d'allocations d'actifs, les sorties de fonds sur la dette émergente et des ventes précipitées ont exacerbé les mouvements de baisse de cours en provoquant aussi des effets brutaux sur les devises émergentes, à l'exception notable de la devise chinoise.

Très pénalisés par ces incertitudes et par la chute de leurs cours boursiers, les marchés émergents atteignaient alors des valorisations historiques relativement basses.

Une croissance de bénéfices supérieure, couplée à une sous-performance de près de -30% sur six mois, en faisaient alors selon nous des candidats privilégiés en cas de révision un peu plus optimiste des perspectives de croissance.

Les facteurs fondamentaux s'améliorent depuis plusieurs semaines et soutiennent une reprise boursière

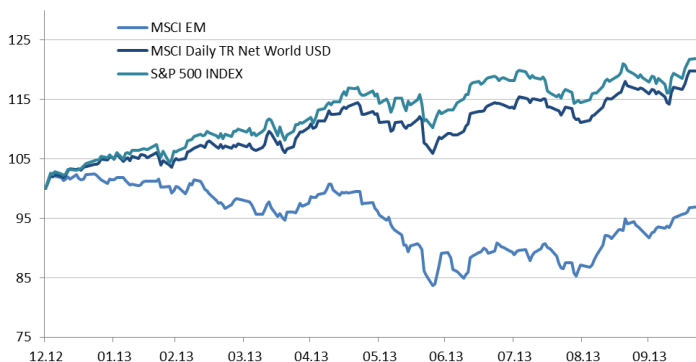
Depuis quelques semaines, c'est effectivement le scénario qui se profile : les indices PMI montrent une image désormais plus positive et les statistiques des exportations semblent aussi pointer vers une amélioration globale des échanges commerciaux.

Du côté des devises, une stabilisation s'est opérée et les risques concernant une contraction de la liquidité se sont presque totalement dissipés avec le changement d'attitude de la Fed ainsi qu'avec la nomination de Janet Yellen à la tête de la banque centrale en janvier 2014.

Grâce à un contexte finalement meilleur qu'escompté, les performances des marchés émergents ont donc progressivement pu se stabiliser.

Depuis le mois de septembre, les marchés émergents ont bénéficié, comme les marchés développés, de l'amélioration du climat des investissements. Grâce au rebond de ces dernières semaines, la performance des marchés émergents est donc enfin en territoire positif en 2013.

Indices MSCI marchés émergents et MSCI Monde



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Tout juste en progression absolue de +1.2% au 18 octobre, ils restaient encore très en retard à la fin du mois d'août en termes de performance relative (-22% par rapport à l'indice MSCI World).

L'indice MSCI Emerging Market a d'abord stabilisé son écart relatif par rapport aux actions internationales avant d'enregistrer une surperformance timide en septembre de +1.5%.

Malgré ce premier mois de performance relative positive, l'indice MSCI Emerging Market reste en retard de -20.3% au 18 octobre.

Indice MSCI marchés émergents vs MSCI Monde (performance relative)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Fin de la sous performance des marchés émergents ?

Mais nous pensons que la longue période de sous performance des marchés émergents est désormais certainement arrivée à son terme. La courte période de surperformance observée depuis le mois de septembre devrait en effet se poursuivre dans les prochains trimestres pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, les investisseurs ont finalement réalisé que les craintes de « tapering » étaient infondées et que la Réserve fédérale ne diminuerait sans doute pas très rapidement ses injections de liquidités. Les peurs qui avaient provoqué la chute généralisée des marchés émergents de près de -20% en mai et juin apparaissent donc désormais clairement exagérées.

Ensuite, les inquiétudes économiques apparaissent également surestimées aujourd'hui. Le flux d'information en provenance des économies émergentes surprend plutôt positivement les investisseurs, à l'image par exemple de la croissance du 2^{ème} trimestre publiée pour le Brésil et la Chine. Ces éléments ont un effet particulièrement positif sur le sentiment général. La phase de décélération de la croissance est donc probablement

derrière nous ; la plupart des économies émergentes devrait retrouver un « momentum » positif.

La croissance économique dans les marchés émergents devrait d'ailleurs selon nous être finalement proche de +5% en 2013. L'Asie semble toujours la région la mieux positionnée pour enregistrer les meilleurs chiffres de croissance et espérer aussi les croissances de bénéfices les plus importantes dans les douze prochains mois (+15%). L'Amérique latine devrait aussi profiter de perspectives similaires, la zone émergente européenne, Moyen-Orient et Afrique devrait quant à elle rester en retrait.

Une poursuite de l'amélioration du climat des investissements en fin d'année et pour 2014 devrait donc permettre aux marchés émergents de retrouver un peu plus de sérénité.

De meilleures perspectives bénéficiaires que les marchés développés et des évaluations attrayantes

Dans ce contexte, les PE des marchés émergents sont encore inférieurs de 10 à 15% par rapport aux PE moyens et pourraient à nouveau se rapprocher de ces niveaux historiques.

Même le rendement des actions (2.8% à 3%) est encore aujourd'hui en moyenne supérieur au rendement historique à dix ans (2.5%)

En terme d'allocation d'actifs, il est aussi intéressant de confirmer que les éléments déjà relevés dans notre analyse hebdomadaire du 29 juillet, ainsi que ceux évoqués dans cette présente analyse, semblent supporter un nouvel intérêt des investisseurs internationaux pour le thème « actions des pays émergents ».

En effet, après huit mois de flux de fonds mensuels négatifs, les ETF et fonds mutuels ont vu le retour d'investisseurs ; ils enregistrent pour la première fois en septembre des flux de fonds positifs. Il semblerait par ailleurs que cette tendance se poursuive en ce début du mois d'octobre.

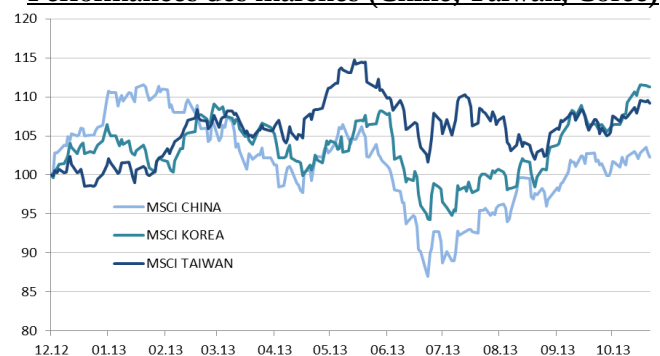
En ce qui concerne les flux de capitaux, on observe que ceux-ci ont augmenté sur une base annuelle au 2^{ème} trimestre 2013 déjà. L'Asie conservait toujours son attrait et bénéficiait de plus de 1 trillion de dollars de nouveaux investissements étrangers. En comparaison régionale, l'Amérique latine et l'Europe recevaient chacune un peu plus de 300 milliards de dollars. Mais en termes de ratio par rapport au PIB, les flux de capitaux nets représentaient pour les trois zones environ 7% du PIB. Les investissements directs étrangers représentaient la plus grande partie (66%) des flux de capitaux, tandis

que les investissements indirects (actions, obligations, etc.) ne totalisaient qu'environ un tiers.

Dans ce contexte positif, les poids lourds de l'indice MSCI Emerging Markets (Chine 20%, Corée 16%, Taiwan 11.9%, Brésil 11% et Afrique du Sud 8%) avaient pourtant largement souffert des dégagelements des investisseurs internationaux (à l'exception de Taiwan toujours en terrain positif depuis le début de l'année). Depuis l'été, la reprise de la Chine et de la Corée a déjà été impressionnante (+20%), mais leur performance depuis janvier (+5%) reste encore largement en retrait par rapport à celle des actions internationales.

Exprimées en dollars, les performances de ces marchés émergents sont similaires, la devise taiwanaise (+0.6%) et le won coréen (-1.5%) n'ayant effectivement pas beaucoup fluctué contre le dollar.

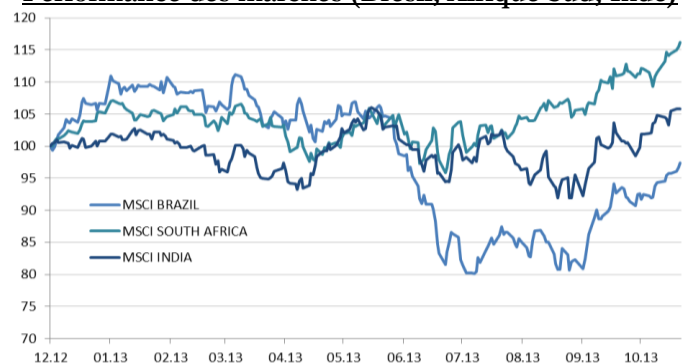
Performances des marchés (Chine, Taiwan, Corée)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

En ce qui concerne les autres grands marchés émergents, la situation est un peu différente. Exprimées en monnaies locales, les performances des marchés émergents brésiliens (+1.7%), sud-africain (+13.6%) et indiens (+7.1%) semblent appréciables, mais il faut relever que la chute des devises de ces pays a largement réduit les performances en dollars de ces indices. Ils restent dans le rouge avec des résultats de -4.56% (Brésil), -2.24% (Afrique du Sud) et -4.71% (Inde).

Performance des marchés (Brésil, Afrique Sud, Inde)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Il faut également relever que la crise des devises émergentes, qui a notamment durement touché le real brésilien, la roupie indienne, la roupie indonésienne, la

livre turque et le rand sud-africain, a aussi atteint son paroxysme à la fin août avant de se stabiliser depuis lors. L'impact monétaire qui a largement pénalisé la performance des marchés boursiers émergents en dollars se stabilise donc et se réduit parfois même significativement depuis le mois de septembre.

Le **real brésilien** avait subi une dévaluation de -20% contre le dollar depuis la prise de position de Ben Bernanke en mai sur le prochain « tapering » du QE3 et se retrouvait à nouveau à ses plus bas niveaux de 2009. Mais il regagnait près de la moitié de cette perte au cours des six dernières semaines avec le retour des investisseurs étrangers notamment.

La **roupie indienne** lâchait dans le même temps -25%, avant de rebondir de +14% ensuite. Après avoir perdu plus de -40% de sa valeur depuis 2008 et finalement -12% en 2013, la roupie indienne enregistrait la plus forte hausse des devises émergentes en septembre (+9%). La devise indienne avait naturellement souffert de préoccupations liées au déficit des comptes courants indiens et à une croissance inférieure à +5%.

La **roupie indonésienne** a également été pénalisée par le déficit de ses comptes courants et des craintes d'une diminution de la liquidité en dollars. Déjà en baisse de -6.5% en 2012, la monnaie indonésienne plongeait de -20% en quelques mois pour atteindre elle aussi son niveau de 2008.

La crise des devises émergentes est sans doute plus conjoncturelle que structurelle

La crise des devises émergentes montre aujourd'hui de manière criante les difficultés rencontrées depuis le début de la crise financière par les pays émergents pour transformer leurs modèles économiques, dans un contexte de stagnation du commerce mondial. A l'émergence de la crise en 2008, les espoirs de croissance sur le plan mondial reposaient en effet plus que jamais sur la capacité des économies émergentes à résister à la récession des pays développés et à transformer le plus rapidement possible leurs économies. On attendait de ces pays qu'ils passent d'un modèle fondé sur les exportations à un modèle plus équilibré où la croissance serait aussi soutenue par la demande intérieure.

On observe depuis quelques années déjà que le chemin vers cette transition n'a pas été aisé. Quels que soient les résultats déjà obtenus, cela aura souvent été au prix d'une stimulation de la demande intérieure, dont les effets négatifs sur les comptes courants ont provoqué des déficits extérieurs parfois importants.

Parmi les marchés émergents (hors Chine et pays exportateurs de pétrole), quelques-uns ont pu améliorer leur situation au cours de ces dernières années et profiter d'une progression du ratio excédents de balances courantes en % du PIB (Corée, Malaisie, Philippines, Vietnam, Taïwan, Hongrie, Slovaquie...).

Tandis que d'autres voyaient leurs ratios déjà négatifs s'enfoncer pendant la crise financière (Mexique, Brésil, Chili, Afrique du Sud, Turquie, Inde...), finalement certains pays, qui profitaient d'une balance courante excédentaire jusqu'en 2012, finissaient par tomber en déficit (Thaïlande et l'Indonésie).

Conclusion

Il est sans doute prématuré d'affirmer qu'il s'agit d'une crise structurelle du modèle de croissance des marchés émergents au sens large. La cause principale selon nous de l'apparition de déficits extérieurs est en effet encore vraisemblablement conjoncturelle.

La reprise conjoncturelle aux Etats-Unis est restée isolée, avant que le Japon, puis timidement enfin l'Europe, ne puissent aussi retrouver le chemin de la croissance.

La croissance du commerce mondial en volume s'est presque totalement stoppée entre 2008 et 2013 (+8%) après avoir progressé de plus de +200% entre 1991 et 2008. La convergence des cycles de croissance attendue pour 2014 devrait relancer le commerce mondial et bénéficier plus largement ces prochaines années aux marchés émergents dont les devises ont été dévaluées.

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