

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Marchés: Chine et marchés émergents se ressaisissent

30 novembre 2012



Focus : Le cycle conjoncturel mondial se densifie avec la reprise en Chine

Points clés :

- Fin des incertitudes politiques en Chine
- La nouvelle direction chinoise devrait maintenir le cap et mener une politique similaire à la précédente
- La croissance chinoise se renforce grâce à une nouvelle contribution positive du secteur manufacturier et des exportations
- Les exportations progressent essentiellement par une reprise de la demande des marchés émergents
- Les actions chinoises restent sous-évaluées
- Le marché des actions se traite encore 48% en-dessous de son sommet de 2007 malgré une hausse de 50% des profits des entreprises
- Le cycle de révision des bénéfices des sociétés chinoises devrait rapidement devenir positif
- La surperformance récente des actions chinoises n'a pas de raison de s'interrompre

Les actions chinoises offrent encore d'excellentes perspectives de croissance pour 2013

La fin des incertitudes politiques en Chine après la nomination d'une nouvelle équipe dirigeante relance le marché actions

Le Bureau politique chinois a désormais une nouvelle composition. Les deux leaders pressentis depuis longtemps (Xi Jinping futur président et Li Keqiang futur premier ministre) sont effectivement au pouvoir et de nouveaux responsables politiques plutôt fidèles à la ligne du parti ont été nommés.

Ce changement de direction intervient tous les dix ans et ne semble donc finalement pas aujourd'hui indiquer un risque de renversement significatif de la politique menée jusqu'à présent. Les investisseurs devraient donc pouvoir se rassurer et se concentrer sur les données macro-économiques chinoises positives publiées depuis plusieurs mois.

Le congrès national du parti communiste chinois avait fait l'objet d'une attention particulière des médias dans l'attente de sa composition et d'une meilleure visibilité en ce qui concerne les orientations économiques futures de la nouvelle équipe dirigeante.

Une attention tout à fait légitime si l'on considère tout d'abord que l'économie chinoise est devenue la seconde économie mondiale. Mais c'est aussi une composante fondamentale de la croissance économique mondiale qui de surcroît entraîne aussi dans son influence les marchés émergents. Si l'économie chinoise, sous certains angles, fait effectivement face à de nouveaux challenges liés par exemple à un mécontentement social rampant et des inégalités frappantes, c'est surtout la question du ralentissement structurel de l'économie qui s'impose comme le point de convergence de l'attention des dirigeants chinois, des observateurs et des investisseurs.

Nous ne pensons toutefois pas dans ce contexte que la nouvelle direction chinoise souhaite donner des impulsions radicalement différentes à la politique menée jusqu'à aujourd'hui.

Un statu quo jugé favorable par les investisseurs qui ont déjà réagi positivement en faisant progresser l'indice MSCI Chine de +3.6% depuis le 15 novembre.

Marché des actions chinois (Indice MSCI Chine)



Source: Bloomberg, BBGI

Nous indiquions le 14 septembre dans notre analyse hebdomadaire que les actions chinoises nous semblaient prêtes à surperformer à nouveau. Elles ont en effet progressé de +7.35% tandis que les actions américaines et européennes notamment subissaient quelques prises de profits (-2.92% et -1.16% en USD) pendant la même période.

La réunion du CEWC (Central Economic Work Conference) en décembre fournira sans doute quelques détails en termes d'objectifs économiques pour 2013, tandis que les décisions de politique monétaire et de change devraient rester dans la ligne déjà fixée par la Banque Centrale chinoise.

Ainsi, la transition d'une économie centrée sur les investissements et les exportations vers une économie chinoise plus équilibrée et plus dépendante de sa propre consommation s'affirme toujours plus comme un virage stratégique aux implications multiples, en particulier sur les perspectives des marchés émergents.

La part de marché de la Chine dans les exportations mondiales a stagné tandis qu'elle devenait dans le même temps la plus forte destination pour les exportations des pays émergents.

L'économie chinoise montre des signes très encourageants de revitalisation

La publication de l'indice Flash des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier (estimations de PMI de HSBC/Markit) semble effectivement montrer une nette reprise de l'activité dans ce secteur en novembre. Encore légèrement en-dessous de 50 en octobre, l'indice progresse à 50.4 en novembre selon les données préliminaires. Ce mouvement signifie que pour la première fois depuis plus d'un an, l'activité manufacturière chinoise est désormais en expansion. La tendance haussière déjà observée ces derniers mois se confirme donc et renforce la probabilité de relance significative de la conjoncture en Chine.

HSBC/Markit PMI



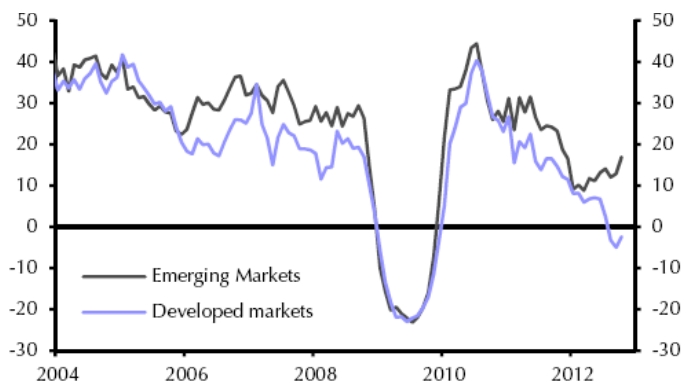
Source: HSBC/Markit, Capital Economics

Les statistiques économiques s'améliorent sur plusieurs fronts depuis le mois de septembre.

Le retournement du cycle conjoncturel s'affirme désormais aussi bien dans les secteurs soutenus par les politiques gouvernementales que dans des secteurs plus cycliques et plus dépendants de la conjoncture internationale.

La reprise américaine développera prochainement des effets plus sensibles sur les exportations chinoises, mais c'est pour l'instant surtout la reprise des exportations vers les marchés émergents qui progresse, comme en témoigne l'augmentation de l'activité dans les ports chinois au cours de ces derniers mois.

Exportations chinoises par destination



Source: HSBC/Markit, Capital Economics

Sur le plan domestique, l'activité de transport est moins visible, mais on observe par contre une nette hausse de la production d'électricité qui enregistre la plus forte progression mensuelle depuis le début 2011. La construction progresse elle aussi, une tendance peut-être déjà plus nette dans le secteur de la production de ciment.

Historiquement, un renforcement du secteur industriel semble s'être accompagné d'une surperformance des valeurs cycliques chinoises par rapport aux indices mondiaux.

Du côté du consommateur chinois, l'image est toujours favorable. Le revenu disponible continue de progresser dans un contexte de diminution du ratio demandeurs d'emploi/postes vacants. La politique du nouveau gouvernement devrait certainement chercher à renforcer le pouvoir d'achat des ménages pour supporter la demande intérieure. Même l'immobilier montre des signes de stabilisation et de reprise de la demande.

La croissance chinoise devrait donc se renforcer en 2013 et contribuer très significativement à une reprise de l'activité sur le plan international.

Les dernières statistiques publiées soutiennent selon nous la thèse d'un cercle vertueux, encore fragile sans doute, se mettant en place entre les Etats-Unis et l'Asie. La reprise conjointe des cycles économiques nord-américains, chinois et émergents laissera encore pour un temps l'Europe à la traîne.

Dans ce contexte, le marché chinois offre toujours des opportunités malgré sa surperformance récente.

Le raffermissement du cycle conjoncturel devrait permettre un regain d'intérêt des investisseurs et une revalorisation des valeurs chinoises

Malgré une croissance qui reste élevée en comparaison internationale, le marché chinois se traite toujours très en-dessous de son sommet de 2007.

L'indice MSCI China se traite effectivement à des niveaux 43% plus bas qu'en 2007, alors que le marché américain (MSCI USA) n'est qu'à 8% de son sommet de la même année. Entre temps, les bénéfices des sociétés chinoises ont pourtant progressé de 50%.

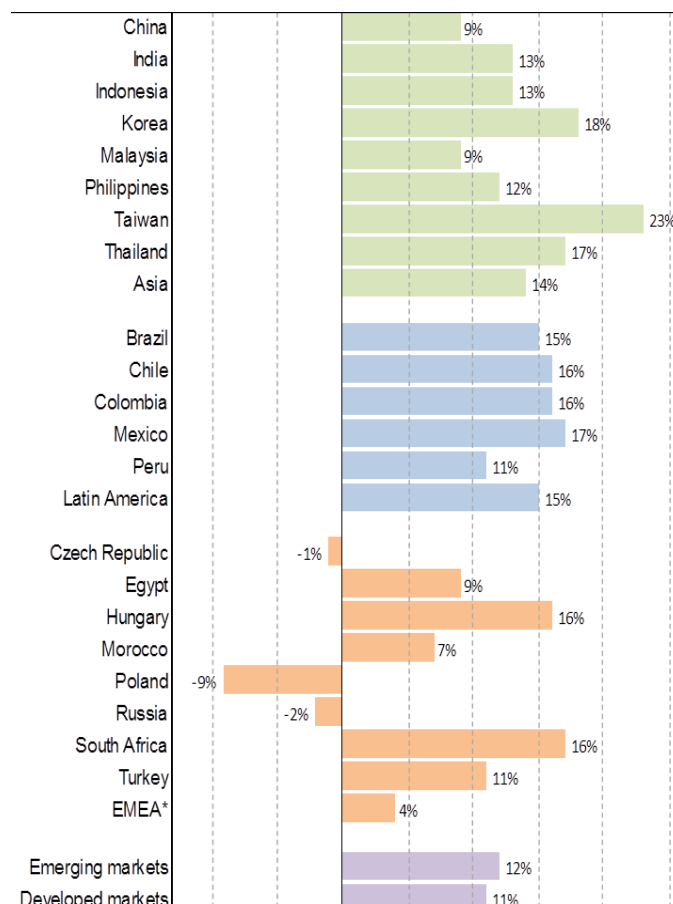
Le marché chinois semble donc avoir souffert de manière exagérée de l'affaiblissement du scénario conjoncturel en début 2012. Les révisions de bénéfices des sociétés chinoises ont été largement négatives depuis plusieurs trimestres à tel point qu'aujourd'hui, le consensus de croissance des bénéfices pour 2013 en Chine est inférieur à celui de l'ensemble des marchés développés et de la moyenne des marchés émergents. Avec une croissance de seulement 9% en 2013, les sociétés chinoises sembleraient en effet peu attrayantes sur la base de ce critère en comparaison internationale. **Nous pensons toutefois que la croissance des bénéfices des marchés émergents et du marché chinois en particulier sont sous évaluées.** Ceci en raison de l'incertitude qui a pesé jusqu'il y a peu sur la vigueur de la conjoncture mondiale. La croissance des bénéfices des sociétés chinoises devrait sans doute être plus proche des 15% que des 9% actuellement estimés par le consensus des analystes.

Dans le contexte actuel plus propice à la révision rationnelle des attentes en matière de croissance économique, nous pensons que la Chine en particulier verra, dans les prochains mois, un très

sensible renversement des anticipations des investisseurs.

Le marché chinois se traite à un PE proche de 10x et se trouve donc sous-évalué par rapport à sa valorisation historique moyenne d'une part, mais aussi par rapport aux valorisations des autres marchés émergents n'offrant pourtant pas les mêmes perspectives.

Croissance des bénéfices par pays 2013 (Consensus IBES)



Source: BBGI, Bloomberg

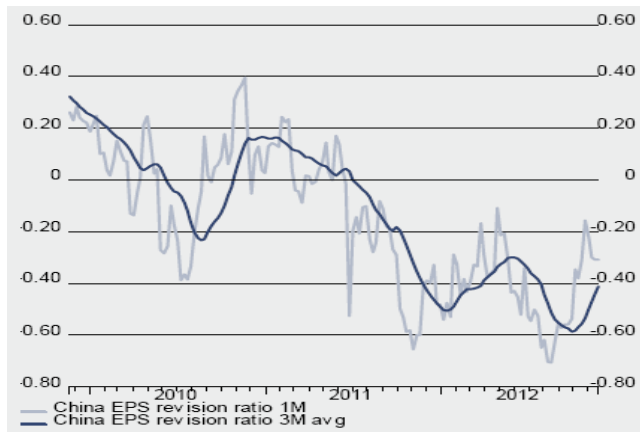
La valorisation des marchés actions est souvent corrélée à l'évolution du cycle économique. En d'autres termes, une plus forte croissance a tendance à conforter les investisseurs dans l'idée qu'ils peuvent payer un PE plus élevé pour une société qu'en période de croissance plus modeste, toutes choses étant égales par ailleurs. Le PE des actions chinoises était effectivement plus élevé lorsque la croissance était plus solide qu'aujourd'hui.

Sans vouloir surestimer ce facteur, un raffermissement de la conjoncture chinoise en 2013 devrait tout de même être accompagné d'une remontée du PE du marché chinois.

Entre temps, le processus de révision à la baisse des bénéfices des sociétés chinoises devrait s'être totalement

renversé au profit d'une nouvelle dynamique s'appuyant sur la tendance récente de revalorisation. La réduction de près de 20% des estimations de croissance pour 2013 enregistrée au cours des cinq derniers trimestres a probablement touché à sa fin.

Révisions de bénéfices – actions chinoises



Source: Datastream, Sarasin

Les premières révisions positives de bénéfices ont eu lieu, mais elles restent pour l'heure en territoire négatif, ne s'agissant que d'un réajustement de prévisions désormais moins négatives qu'auparavant.

Il faudra sans doute attendre encore quelques mois avant de voir les analystes intégrer dans leurs prévisions de bénéfices pour l'année 2013 les effets d'une amélioration plus sensible de la conjoncture qu'ils ne l'avaient anticipé.

Les actions chinoises devraient donc poursuivre en 2013 leur phase de rattrapage boursier débutée il y a quelques mois. Dans notre analyse hebdomadaire du 14 septembre nous relevions que la Chine était prête à surperformer à nouveau. Sa performance boursière était alors encore très largement en retard par rapport à celle du marché américain (-8.5%) ou celles des marchés émergents (-5%). A la fin novembre, les actions chinoises ont effacé leur retard de septembre et surperforment désormais d'environ 4% les deux autres marchés grâce à une progression désormais réjouissante de +16.2% sur onze mois.

(USA-Chine-Emergents)



Source: Bloomberg, BBC1

Conclusion

L'économie chinoise a résisté aux effets négatifs du ralentissement conjoncturel en Europe et aux Etats-Unis. L'activité domestique soutenue et une relance des dépenses d'infrastructure avaient jusqu'à présent été les principaux moteurs de développement en 2012.

Le secteur manufacturier se redresse et les exportations reprennent de la vigueur. La croissance chinoise devrait désormais pouvoir compter sur des bases plus larges.

Les actions chinoises, deuxième capitalisation mondiale, restent sous-évaluées et présentent des opportunités d'investissement intéressantes.

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 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