



Marchés émergents : Amélioration continue des fondamentaux

Hausse des PMI et de la production industrielle. Inflation en phase de normalisation. Valorisations encore attractives des marchés actions. Quels sont les risques ?

Points clés

- La locomotive américaine tire le train de la croissance mondiale
- Les indicateurs avancés et la production industrielle promettent des surprises positives
- L'inflation est en passe d'être maîtrisée en Russie et au Brésil ; ouvrant la voie à un assouplissement des conditions de financement
- Le cycle positif des matières premières soutient les monnaies des pays exportateurs ; les performances seront positives en USD
- Valorisations attractives sur les bénéfices estimés 2017: Russie 6.35x, Chine 12.84x, Brésil 12.71x
- Les risques d'une guerre commerciale acharnée se réduisent, mais attention au BAT américain
- Les aléas politiques en Europe pourraient générer de la volatilité sur les devises émergentes européennes

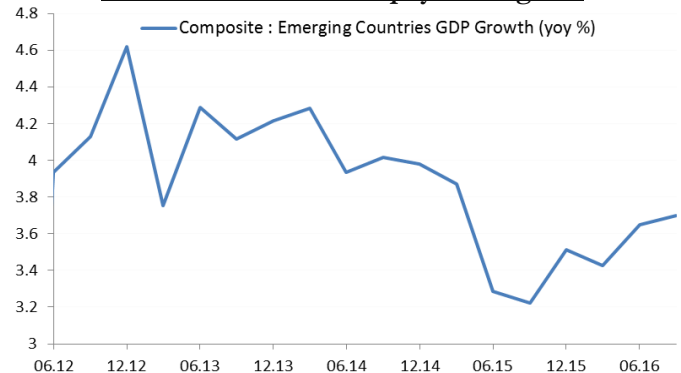
Longtemps attendu, le renforcement conjoncturel mondial se matérialise en 2017

L'accélération de la conjoncture aux Etats-Unis renforce notre scénario positif pour la croissance mondiale. Le programme républicain dope nos attentes à +2.5-3% pour la croissance américaine en 2017, tandis que la hausse des taux par la Fed témoigne de la confiance des décideurs américains dans la qualité de la reprise conjoncturelle mondiale. Toutes les zones économiques devraient en profiter et apporter des contributions positives plus solides en 2017.

Le mouvement s'observe déjà dans les pays émergents, qui réagissent plus rapidement que les pays développés à la vigueur de l'économie américaine. Notre indicateur de

la croissance agrégée du PIB des quinze plus importants pays émergentsⁱ progresse de +3.2% à +3.7% entre septembre 2015 et septembre 2016. Nous adoptons volontairement dans cette analyse une vision globale des marchés émergents, pouvant convenir aux investisseurs désireux d'adopter une position large, par exemple au moyen d'ETFs diversifiés.

Croissance du PIB des pays émergents

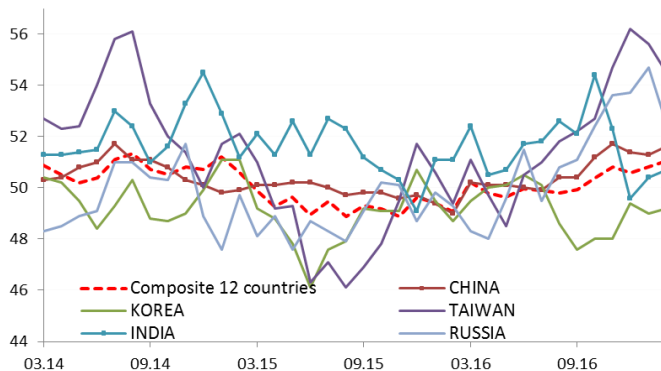


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Dans la plupart des pays émergents, les **directeurs d'achat** tablent sur une croissance de l'activité manufacturière, avec des niveaux supérieurs à 50 pour les indicateurs PMI. En février, il pointe à 51.6 en Chine, 54.5 à Taïwan, 50.7 en Inde, ou encore 52.5 en Russie. La **production industrielle** montre déjà des signes d'amélioration. En Inde, après un glissement de -0.4% en décembre, les dernières données pour le mois de janvier faisaient ainsi état d'une hausse de +2.7% en rythme annuel. En Chine, la production industrielle progresse encore de +6.3% en février en rythme annuel. Alors qu'elle demeure négative en Russie (-2.7%) malgré un sursaut positif le mois dernier (+0.2%), elle se renforce de +1.4% au Brésil. Aussi, les **balances courantes** sont positives en Chine et en Russie, et le déficit indien se réduit de manière progressive depuis 2013 (-5%) pour atteindre -0.54% à la fin de l'année 2016. Le mouvement est similaire au Brésil, le déficit passant de -4.37% au début de l'année 2015 à -1.29% à la fin de l'année 2016.

Les niveaux rejoignent pour de nombreux pays ceux qui prévalaient avant la crise financière.

Indices des directeurs d'achat (PMI)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Dans les pays exportateurs, les **balances extérieures** affichent également une reprise. Les marchés émergents, et notamment les pays exportateurs, profitent de la reprise du commerce mondial. En Asie, le consensus table plutôt sur une demande intérieure modérée, mais les analystes reconnaissent que la demande extérieure s'améliore rapidement, apportant un catalyseur important à la croissance. Avec la diminution des risques de « hard landing » en Chine, et la croissance des profits – en février, l'indice CKGSB des Profits atteignait son plus haut niveau depuis trois ans à 72.2 – nous sommes d'avis qu'une surprise positive n'est pas à exclure pour le PIB en 2017, comme nous le détaillons dans notre analyse du 10.03.2017 sur le sujet («*Attention à la plus forte hausse du PPI chinois depuis 2008*»). Les niveaux d'**inflation** commencent également à se lisser. En Russie et au Brésil, l'inflation se tarit progressivement, de 16.9% et 9.39% il y a un an, à 5.4% et 4.76% aujourd'hui, démontrant une certaine efficacité des mesures prises par les banques centrales. Les taux directeurs étaient en effet montés jusqu'à 17% en Russie et le ralentissement de l'inflation a permis à la banque centrale de diminuer ses taux à 9.75% ; d'autres baisses sont attendues. Au Brésil, le taux « Selic » est passé de 14.25% en juin 2016 à 12.25% aujourd'hui. Au contraire, les pays émergents européens, longtemps confrontés à la déflation, voient leur inflation progresser rapidement, si bien qu'elle s'approche des niveaux souhaités par les banques centrales. Elle atteint +2.9% sur un an en Hongrie, +2.5% en République Tchèque, +1.2% en Slovaquie mais tout juste +0.2% en Roumanie. Nous n'attendons pas d'action rapide et brutale des banques centrales et les économies devraient bénéficier encore un temps de taux d'intérêts bas.

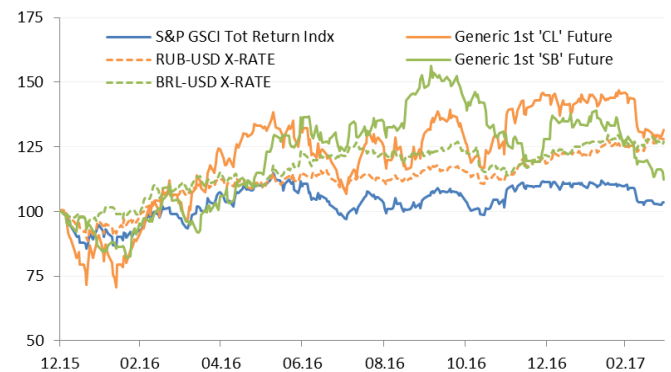
Cycle positif pour les matières premières

Les matières premières profiteront en 2017 de plusieurs effets convergents positifs : un nouveau

contexte politique et budgétaire favorable, des taux d'intérêt réels négatifs, un rééquilibrage de l'offre et de la demande et une corrélation positive unique avec le cycle de hausse des taux.

Depuis le point bas de janvier 2016, l'indice S&P GSCI a déjà progressé de +20.74%. Dans les pays producteurs de matières premières, le rebond des cours des métaux industriels, des métaux précieux et des cours du brut de 26.5\$ à plus de 50\$, a renversé les tendances baissières établies sur les cours de leurs devises depuis quelques années. En témoigne le cours du rouble, particulièrement corrélé avec les cours du brut.

Matières premières, WTI, Sucre, BRL & RUB



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Malgré la hausse des taux d'intérêt, des performances attractives en USD

Le niveau du dollar représente forcément l'un des facteurs de risque importants dans l'exposition aux pays émergents. Malgré une récente accalmie face aux difficultés politiques intérieures rencontrées par le président américain, la hausse des taux d'intérêt attendue pourrait soutenir encore le dollar cette année. Nous pensons toutefois pour l'heure que la hausse du billet vert prend déjà en compte les prochaines hausses de taux et tablons plutôt sur une légère progression. Plus intéressant dans notre analyse, nous pensons que certaines devises, comme le real (+4.20% YTD), le rouble (+9.42%) ou la roupie indienne (+4.86%) seront en mesure de faire face à un dollar fort. Aujourd'hui, la banque centrale russe peine à réduire les pressions à la hausse sur le rouble, qui incarne l'un des « carry trade » les plus profitables cette année, en raison de l'écart de taux d'intérêt élevé combiné à des perspectives stables voire favorables pour le taux de change RUB/USD.

Le real et le rouble seront soutenus par l'évolution favorable des matières premières, tandis que la roupie indienne, dont nous avons correctement annoncé la hausse dans notre analyse du 29.11.2016 («*Les deux temps de la démonétisation en Inde*»), devrait résister à une contraction de la liquidité mondiale et à l'attitude

protectionniste du nouveau président des États-Unis. L'Inde n'est en effet pas un pays de production et bénéficie d'un marché intérieur important.

Les niveaux des monnaies émergentes sont en général encore attractifs, aussi bien en comparaison historique qu'en termes de parités de pouvoir d'achat. Dans cette mesure, l'effet de change ne devrait pas s'avérer négatif.

Valorisations attractives en comparaison internationale

Les investisseurs internationaux restent aujourd'hui relativement peu investis dans les marchés émergents. Malgré une hausse depuis le début de l'année 2016, l'indice Bloomberg Emerging Markets Capital Flow, à 141.9 points, est encore bien en-dessous des niveaux pré-crise (190) ou même des niveaux observés au début de l'année 2011 (180).

Valorisations marchés émergents MSCI (au 29.03.2017)

	CHINA	KOREA	TAIWAN	INDIA	BRAZIL	S. AFRICA	RUSSIA	MEXICO
P/E (CY 2017 Est.)	12.84	9.65	13.38	20.68	12.71	17.74	6.35	18.52
P/E, Positive	13.70	11.91	14.76	20.94	15.75	17.36	8.50	23.74
P/E before XO	14.86	12.61	15.13	22.57	20.47	20.01	8.27	25.26
Pr/Book Value	1.72	1.00	1.81	3.09	1.79	2.30	0.84	2.77
EV/Sales	2.12	1.04	1.19	2.85	1.99	1.97	1.31	2.47
EV/EBIT	14.33	12.25	15.62	20.24	14.57	17.70	7.54	16.96
EV/EBITDA	11.79	6.62	9.53	12.51	9.85	12.34	5.27	9.39
Dividend Yield	2.06	1.69	3.68	1.26	2.72	2.88	4.25	1.99

	INDONESIA	MALAYSIA	THAILAND	CHILE	POLAND	PHILIPPINES	TURKEY	WORLD
P/E (CY 2017 Est.)	16.29	16.87	14.98	18.20	12.37	18.12	8.56	17.25
P/E, Positive	18.95	16.60	15.59	20.49	13.52	19.55	8.90	19.74
P/E before XO	18.96	17.99	15.93	22.18	20.49	19.54	9.75	24.07
Pr/Book Value	2.88	1.70	2.05	1.82	1.36	2.53	1.26	2.33
EV/Sales	3.35	3.43	1.95	2.02	1.43	3.99	1.52	2.00
EV/EBIT	14.71	17.55	14.02	16.15	12.96	18.82	9.63	18.48
EV/EBITDA	11.02	11.45	9.18	9.99	7.07	13.55	8.59	12.02
Dividend Yield	1.87	2.89	3.06	2.56	2.42	1.59	2.39	2.38

Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

En conséquence, les valorisations des différents marchés émergents demeurent raisonnables et mêmes attractives pour certains marchés, ceci aussi bien en termes absolus que relatifs. Les P/E calculés sur les bénéfices estimés pour 2017 des marchés russe (6.35), turque (8.56) et coréen (9.65) sont particulièrement bas. Les marchés chinois (12.84) et brésilien (12.71) demeurent attractifs en comparaison internationale. Avec un rendement du dividende de 4.25%, le marché russe est le plus rémunérateur à l'heure actuelle.

Avec des fondamentaux positifs pour la majorité des pays émergents, des valorisations attractives et encore un peu de place pour une appréciation des monnaies émergentes, les perspectives apparaissent séduisantes. Toutefois, les risques d'une évolution défavorable de la politique américaine et les incertitudes posées par la progression des partis « anti-establishment » en Europe devraient persister au cours des prochains mois.

Une guerre commerciale est peu probable ; mais attention à la « Border Adjustment tax »

Chez les investisseurs, la crainte la plus répandue à l'heure actuelle concerne l'éventualité d'une guerre commerciale entre les États-Unis et les pays émergents de production comme la Chine ou le Mexique. Les conséquences seraient non seulement dommageables pour les entreprises des pays concernés, mais également pour les États-Unis puisque le consommateur et contribuable américain risquerait bien de devoir régler la facture.

Au cours des derniers jours, le ton semble s'être cependant un peu réchauffé entre les deux premières puissances mondiales. Le Ministère chinois des Affaires étrangères annonçait jeudi que le président chinois Xi Jinping serait reçu les 6 et 7 avril par Donald Trump en Floride. Une telle rencontre était encore peu envisageable il y a quelques mois. Il en faudra cependant davantage pour rassurer véritablement les investisseurs.

Qui plus est, une menace pèse toujours sur les pays de production cette fois-ci sous forme de taxes « indirectes » à l'importation. Le camp républicain évoque en effet depuis quelques semaines déjà la possibilité de mettre en place une taxe d'ajustement aux frontières (« Border Adjustment Tax » ; BAT) qui pourrait même totalement remplacer l'impôt sur les sociétés. Le principe de cette mesure est le suivant : en permettant aux entreprises exportatrices de bénéficier de crédits d'impôts, et au contraire en supprimant les allègements des sociétés qui importent des produits, les tenants de la réforme souhaitent créer une incitation pour relocaliser les emplois de production aux États-Unis. Le problème, c'est que l'introduction de ce système devrait, du moins en théorie, conduire à une hausse substantielle du dollar, en augmentant la demande pour les produits fabriqués aux États-Unis. Le système ne fonctionnerait d'ailleurs plus ou moins correctement qu'en cas de hausse du dollar : les sociétés qui importent auraient en effet davantage de pouvoir d'achat pour importer des produits sur lesquels elles seraient davantage taxées, de sorte que les dépenses fiscales supplémentaires ne se répercutent pas sur les prix de vente finaux aux États-Unis. Pour les entreprises qui exportent, il sera moins cher de produire, grâce à la baisse des impôts, de sorte que les entreprises américaines

exportatrices puissent conserver, toujours en théorie, leur compétitivité. Pour contrer le taux du BAT et permettre aux entreprises des pays de production de rester compétitives, les devises des pays concernés devraient donc se déprécier du montant du BAT. Or, toutes les devises des pays « de fabrication » ne s'échangent pas librement aujourd'hui ; il est aussi peu probable qu'elles se déprécient dans le contexte actuel. Les effets indirects du BAT, notamment la hausse du dollar et le resserrement des conditions de financement pour les pays émergents que le système induirait, demeurent une source d'inquiétude. UBS relevait également récemment à juste titre qu'en favorisant la production aux États-Unis, l'investissement direct étranger américain dans les pays émergents s'en trouverait perturbé. Les pays les plus exposés, pour lesquels les investissements directs américains représentent un poids important de leur PIB, sont le Mexique (20%), la Hongrie (10%), mais aussi le Brésil et la Thaïlande, avec chacun près de 5%ⁱⁱ.

Bien que Donald Trump n'ait pas tout de suite apprécié l'idée, il semble s'y intéresser davantage ces dernières semaines, évoquant notamment ses bienfaits en termes d'emploi. Cette réforme demeure cependant moins dangereuse que l'imposition de taxes directes sur les produits étrangers, notamment parce que sa mise en œuvre pourrait nécessiter au moins plusieurs mois. Il n'est pas assuré non plus que l'OMC n'intervienne pas face à une telle réforme. Les États-Unis s'exposeraient alors à des poursuites de la part des États concernés.

Marchés émergents européens : les élections françaises et allemandes dans le viseur

Un autre facteur de risque à prendre en compte en ce qui concerne les marchés émergents européens réside dans la montée en puissance des partis « anti-establishment » en France et en Allemagne, et le risque de contagion provoqué par la décision du peuple britannique de sortir de l'Union Européenne. Les monnaies émergentes européennes ont particulièrement souffert suite au Brexit. Bien qu'ayant rapidement repris des couleurs, le mouvement témoigne des craintes des investisseurs quant au financement du budget de l'UE.

La sortie du Royaume-Uni, net contributeur de l'UE, et les mouvements observés en France, également net contributeur, le Front National souhaitant tenir un référendum sur la participation de la France à l'Union européenne, posent en effet de sérieuses questions sur le futur de l'UE. Les monnaies des pays émergents européens devraient donc suivre l'évolution de l'avancée ou du recul de Marine Le Pen dans les sondages. Une volatilité importante est à attendre sur le zloty, le leu roumain, le forint hongrois ou encore la couronne tchèque.

Conclusion

La convergence des cycles conjoncturels semble enfin se matérialiser en 2017. Le resserrement des conditions monétaires aux États-Unis est en cours, certes, mais les fondamentaux dans les pays émergents sont aujourd'hui bien meilleurs qu'il y a quelques années, de sorte que ceux-ci nous paraissent bien armés pour faire face à une réduction de la liquidité mondiale. Le cycle positif attendu pour les matières premières en 2017 soutiendra les devises émergentes, si bien que les performances des marchés brésilien, russe et indien devraient demeurer positives en USD en 2017, même en cas de nouvelle vigueur du dollar.

À 6.35x les bénéfices 2017, le marché russe apparaît sous-évalué. Les marchés chinois (12.84) et brésilien (12.71) demeurent attractifs en comparaison internationale.

La visite du président chinois aux États-Unis pourrait sceller un réchauffement des relations sino-américaines. Une guerre commerciale totale est à exclure, mais attention toutefois aux conséquences indirectes d'une éventuelle taxe d'ajustement sur les frontières.

À court terme, les devises émergentes européennes pourraient connaître une volatilité accrue du fait des incertitudes politiques européennes.

ⁱ Composite BBGI d'après la capitalisation boursière des différents marchés émergents, en % de l'indice MSCI Emerging Markets
ⁱⁱ Investing in emerging markets – March 2017 (UBS)

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