



## Des valorisations exceptionnelles sur les marchés émergents

**PE moyen des marchés émergents 30% inférieur au PE des pays développés. Changement de perception des risques réduira les écarts de valorisation. Retour de la surperformance des ME.**

### Points clés

- Accélération des sorties de fonds des étrangers sur les émergents à l'annonce de la fin du QE3
- Chute des actifs et des devises émergents
- Sous-performance cumulée de -29% en six mois des marchés émergents versus MSCI USA
- Discount de -30% des PE émergents
- Valorisation basse des marchés émergents
- Croissances des bénéficiaires supérieures
- Sentiment positif depuis le changement d'attitude de la Fed sur le QE3 et l'annonce d'un taux minimum de +7% croissance en Chine
- La Chine et la Corée bien positionnées
- Le Chili, le Brésil, l'Indonésie et la Russie profiteront de la reprise du cycle des MP

### Flux de fonds négatifs dans les marchés émergents jusqu'en juillet

Depuis que la Réserve fédérale américaine a évoqué l'idée de réduire son programme de rachat de titres, les marchés émergents ont subi une accélération des sorties de fonds, tant sur les marchés obligataires que sur les marchés actions.

Alors que les taux longs du Trésor américain bondissaient d'environ 100 points de base en quelques semaines et que le dollar s'appréciait, les investisseurs paniqués par les risques d'interruption du QE3 ont aussi rapidement ajusté leurs anticipations sur la dette émergente au sens large. L'indice Bloomberg USD Emerging Market Composite Bond chutait ainsi de 9.6% en quelques semaines.

Les remboursements de parts de fonds de dettes émergentes se montaient à près de 20% entre le mois de mai et juin selon l'indice de flux de fonds EPFR.

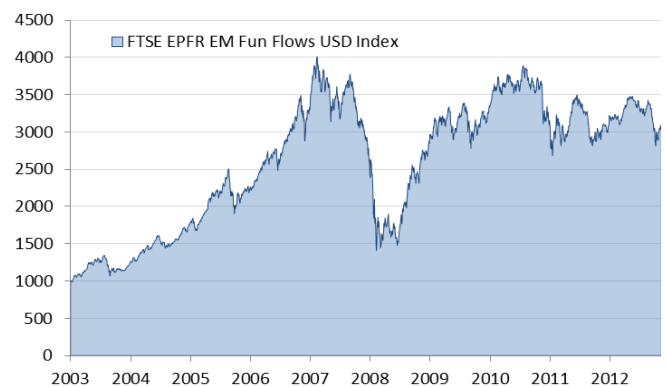
Ces retraits de fonds constituent l'un des plus forts mouvements mesuré par cet indicateur depuis 2012. Mais ce type d'information n'a pas souvent de valeur prédictive et reste un indicateur coïncident voir « contrarian ».

**Les sorties de fonds sur la dette émergente ont provoqué une hausse encore plus importante des taux d'intérêt, en même temps qu'une baisse des devises émergentes (estimée globalement à près de -4%) correspondant au désinvestissement des étrangers et au rapatriement des fonds dans leurs devises respectives.**

**La valorisation actuelle des obligations émergentes est aujourd'hui plus attrayante qu'il y a deux mois. Une constatation similaire d'ailleurs pour les devises et pour les marchés actions.**

Très pénalisés par le retour des incertitudes, les marchés émergents présentent d'excellentes opportunités, qui dépendent d'une amélioration de la conjoncture. A contrario, un plus fort ralentissement conjoncturel chinois pourrait encore provoquer des dégagements similaires à ceux observés en 2008.

**FTSE EPFR EM Fund Flows**



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

En effet, la baisse récente n'est sans doute pas seulement due aux risques de diminution du programme de « quantitative easing » américain. Le ralentissement de la croissance chinoise vers +7% en 2013, plus médiatisé que celui de l'économie américaine dont les économistes n'attendent en comparaison qu'une hausse de +1% du PIB au 2<sup>ème</sup> trimestre, aura certainement été un facteur négatif dans l'appréciation de la situation des marchés émergents.

Les économies dépendantes de la Chine et celles dépendantes des flux de fonds occidentaux pour financer leurs déficits de comptes courants ont été jugées plus vulnérables (Australie, Afrique du Sud, Indonésie, Brésil, Chili...). Depuis 2009, la participation des investisseurs internationaux a fortement augmenté et atteint désormais près de 40% dans le cas de la Hongrie, de la Pologne, du Mexique et de l'Indonésie par exemple.

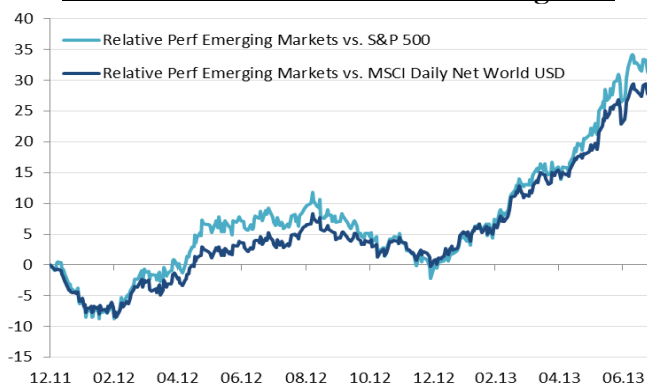
**Le poids plus important des investisseurs étrangers, plus enclins à procéder à des réajustements d'allocations d'actifs et à des ventes précipitées, a naturellement exacerbé les mouvements récents.**

### Les mêmes causes ont donc eu les mêmes effets sur les marchés actions en nette baisse

Les marchés actions émergents déjà largement en retard sur l'évolution des indices américains, ont été particulièrement pénalisés ces dernières semaines, pour les mêmes raisons qui ont provoqué les dégagements importants sur la dette émergente.

Déjà très en retard à la fin du mois de mai en termes de performance, -20% et -15% par rapport à l'indice S&P500 et à l'indice MSCI World, l'indice MSCI Emerging Market a encore cédé du terrain avant stabiliser son écart relatif à 29% et 23% entre le 1<sup>er</sup> janvier 2012 et le 25 juillet 2013.

### Performance relative des actions émergentes



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

**La performance relative en 2012 oscillait entre +/- 10%, mais c'est avant tout en 2013 que l'écart s'est régulièrement constitué.**

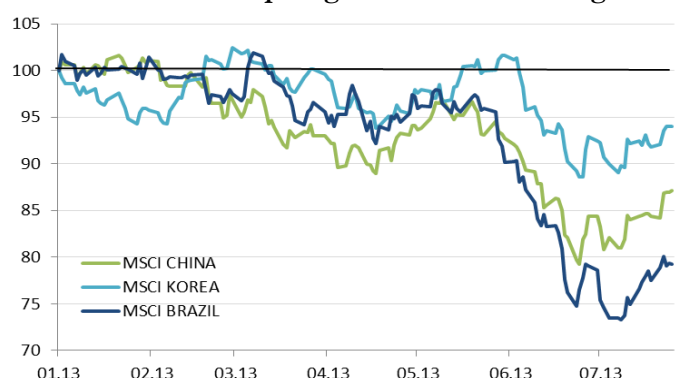
**Alors que les marchés développés sont en hausse depuis le début de cette période de comparaison de plus de +33%, les marchés émergents ont de la peine à dépasser +10%.**

**Depuis le début de l'année, le contraste est encore plus saisissant, puisque la performance des marchés émergents est en baisse de -7% quand le S&P500 avance de +22%.**

Ce sont avant tout les poids lourds des indices émergents qui ont enregistré des performances et des contributions négatives.

La Chine (18% de l'indice MSCI Emerging Markets), la Corée (15%), le Brésil (11%), l'Inde et l'Afrique du Sud ont tous les cinq largement souffert des dégagements des investisseurs internationaux et domestiques.

### Performance des 3 plus grands marchés émergents



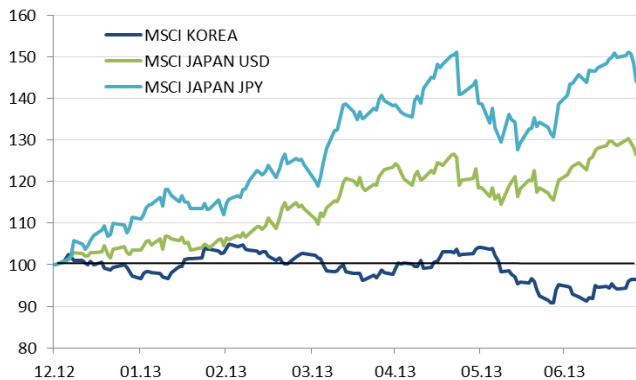
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le changement de stratégie du gouvernement japonais et de la Banque centrale du Japon, en promettant un QQE massif et destiné également à soutenir le marché japonais des actions, a aussi attiré des fonds, habituellement investis sur les marchés émergents asiatiques à forte croissance. La politique du 1<sup>er</sup> ministre ABE doit encore démontrer son efficacité, mais dans un contexte de ralentissement conjoncturel en Asie et des espoirs de reprises soutenus par des politiques monétaires agressives, certains investisseurs japonais et internationaux ont préféré prendre le risque « Japon » et ont délaissé les autres marchés.

Le marché coréen a particulièrement souffert de la chute du yen et de l'amélioration de la compétitivité du Japon liée à cette dépréciation de -35% entre septembre 2012 et mai 2013. La chute de la devise nipponne de 75.7 yen/usd à 103.74 yen/usd a effectivement affecté très sensiblement la position des exportateurs japonais, mais nous l'avions déjà suggéré dans nos précédents

commentaires, nous ne voyons pas la devise japonaise poursuivre rapidement sa dévaluation compétitive. La stabilisation du yen autour de 100 contre le dollar nous semble désormais le scénario le plus probable et constitue également un facteur positif pour les marchés asiatiques exportateurs de technologie notamment.

### MSCI Corée du Sud et MSCI Japon



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Globalement, les écarts de performance enregistrés par les marchés boursiers des économies émergentes ne nous paraissent donc pas justifiés, en raison notamment de fondamentaux économiques toujours plus solides que dans la plupart des pays développés et de valorisations désormais particulièrement attractives.

### De meilleures perspectives bénéficiaires que les marchés développés et des évaluations attractives

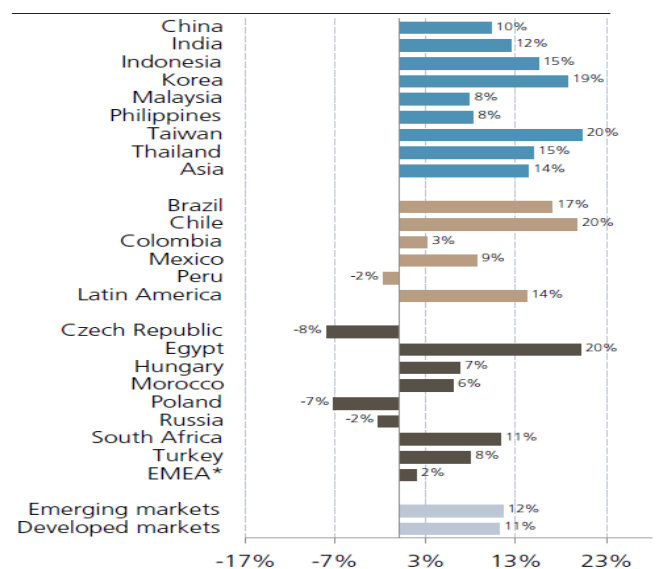
Les principaux marchés émergents bénéficient déjà de croissances des bénéfices estimées à 12 mois supérieures à celles des marchés développés (+11%). A l'exception de la Chine, dont les bénéfices attendus (+10%) sont similaires à ceux des marchés développés, l'Inde (+12%), le Brésil (+17%), la Corée (+19%) et Taïwan (+20%) peuvent compter sur des hausses significatives des bénéfices en 2013-2014.

En **Asie**, **Taïwan** bénéficie des meilleures perspectives de croissance à 12 mois et d'une valorisation (PE 14x) légèrement inférieure à sa moyenne historique. Bien que cette croissance soit largement due à des restructurations dans le secteur technologique, une reprise de la demande en Chine pourrait contre balancer le processus en cours de réduction des stocks.

**Avec une croissance des bénéfices estimée à +19% et une perspective de stabilisation du yen, le marché sud-coréen semble bien positionné pour attirer de nouveaux investisseurs.**

Le **marché sud-coréen** a en effet déjà largement subi selon nous les conséquences de la résurgence des tensions entre les deux Corées et de la chute du yen. Les flux de fonds négatifs des étrangers nous semblent avoir atteint leur sommet, tandis que les investisseurs domestiques restent acheteurs. Les actions coréennes restent malgré tout sans tendance depuis trois ans, l'indice MSCI Korea se situant au niveau de novembre 2010. Avec un PE de 8x largement inférieur à sa moyenne historique et au PE moyen des ME (9.9x), la Corée bénéficiera aussi de la baisse du Won YTD de -5.5%. Les efforts du gouvernement et de la banque centrale devraient se faire sentir et permettre à la croissance d'accélérer vers le niveau de +4% en 2014.

### Croissances des bénéfices estimées à 12m (IBES)



Source: IB/E/S, UBS, as of 22 July 2013. \*EMEA = Emerging Europe, Middle East, and Africa; "Developed markets" refers to the MSCI World, which excludes emerging markets.

Le **marché indien** bénéficie d'une croissance des bénéfices légèrement supérieure à la moyenne, mais sa valorisation un peu riche (PE14x) pourrait pénaliser sa performance relative au cours des prochains mois, malgré les mesures gouvernementales favorables à la croissance et aux investissements étrangers. Le marché indien tirait pourtant son épingle du jeu en limitant sa baisse à -1.18% YTD grâce au rebond du mois de juillet. Il faudra sans doute compter sur une accélération de la croissance pour motiver une accélération de la tendance haussière.

En **Chine**, les indices PMI continuent d'inquiéter les investisseurs. Les craintes de ralentissement avaient très fortement pénalisé le marché chinois, mais les clarifications récentes des autorités chinoises sur leur objectif de croissance à long terme et la fixation d'une croissance minimale de +7% devrait tout de même modifier l'attitude des investisseurs à l'égard des titres chinois. La croissance des bénéfices des sociétés chinoises nous semble dans ce contexte très sous-estimée. Mais avec une valorisation d'à peine 8x les bénéfices sur 12

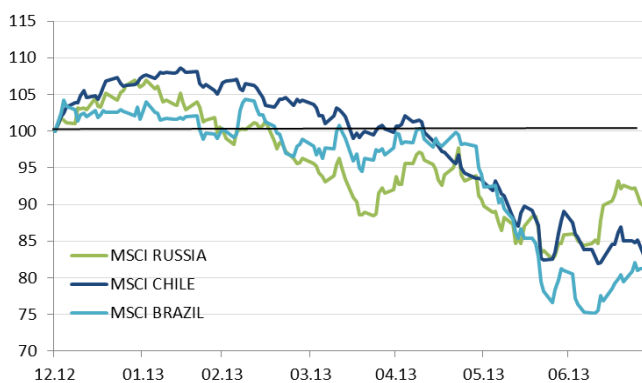
mois, les titres chinois se traitent à une décote de -30% par rapport à leur valorisation historique et de -20% par rapport au PE moyen des marchés émergents.

En Asie, le **marché indonésien** a subi une correction brutale de -20% entre mai et juin et peine à se relever de cette chute. Le resserrement de politique monétaire devrait soutenir la devise et ralentir l'économie. Les perspectives de croissance sont correctement évaluées avec un PE largement supérieur à la moyenne historique et à celle des marchés émergents. Le marché indonésien est encore le plus corrélé au cycle des matières premières, une remontée de celles-ci pourrait provoquer des surprises et une progression plus forte des cours.

**La Chine et la Corée sont parmi les pays les plus corrélés au cycle américain. Une amélioration des perspectives de croissance US devrait soutenir la hausse de ces deux marchés dont les valorisations et les perspectives nous semblent très attrayantes.**

En **Amérique latine**, les perspectives bénéficiaires du **Brésil** (+17%) et du **Chili** (+20%) contrastent avec l'évolution de leurs marchés boursiers. Ces deux marchés sont en effet en chute de -15% à -17% depuis le début de l'année, mais ont tous deux plongé de -30% depuis leurs sommets atteints au 1<sup>er</sup> trimestre 2013. Au Brésil, le resserrement des conditions monétaires a été plus musclé qu'escompté et les taux élevés du SELIC pèsent sur l'économie déjà affectée par la faiblesse des cours des matières premières.

**MSCI Brésil, Chili et Russie**



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Au **Chili**, la croissance ralentit en raison de la baisse conséquente des exportations de cuivre, mais reste toujours de l'ordre de +4%. Le Brésil souffre toujours d'un ralentissement conjoncturel (+2.6% second semestre 2013) lié à la baisse de la demande de matière première, d'une baisse de la devise, d'une remontée de l'inflation et des taux d'intérêt.

Parmi les pays émergents corrélés au cycle des matières premières, la **Russie** bénéficie récemment de la remontée des cours de l'énergie. La hausse des cours du brut a profité à l'indice MSCI Russie, qui peut limiter sa correction à -5% YTD grâce à une hausse de +9% depuis le 21 juin. Avec une valorisation de 4.7x les bénéfices, le marché russe a la plus faible valorisation des marchés émergents. Sa croissance négative des bénéfices est peut-être dans ce contexte trop largement pessimiste. L'économie russe ne devrait pas croître de plus de 4% en 2014, mais la poursuite de la hausse des cours du brut pourrait bien soutenir une révision des perspectives et des bénéfices dans le pays.

## Conclusion

**Les marchés émergents ont sous-performé les marchés développés en 2013. Les politiques monétaires aux USA et au Japon ont soutenu l'investissement dans ces deux pays au détriment des marchés émergents, dont les perspectives de croissance étaient souvent révisées à la baisse, en particulier pour les économies liées à la croissance chinoise ou au cycle des matières premières.**

**Le retour du QE3, le taux de croissance minimum de +7% fixé par la Chine, la hausse des cours du brut, la stabilisation des cours des matières premières et des valorisation particulièrement attrayantes devraient permettre aux marchés émergents d'attirer de nouveaux investisseurs. Le rebond constaté depuis le changement d'attitude du président de la Fed sur l'ensemble des marchés émergents témoigne déjà selon nous d'un changement de perception plus positif. La Chine et la Corée nous semblent mieux positionnées pour en profiter. Tandis que le Chili, le Brésil, l'Indonésie et la Russie profiteront de la reprise du cycle des matières premières.**

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