

HSBC Investments

Marchés émergents mondiaux : perspectives pour 2008

Les marchés émergents peuvent-ils supporter ce ralentissement?

Janvier/Février 2008

« Découplage », « Recouplage », « Déconnexion »... Les analystes financiers se font concurrence pour déterminer le terme le plus exact qui caractérisera l'année 2008. Ce qui est en jeu est la nature de la relation qui lie les États-Unis au reste du monde et la pertinence du vieil adage : « Quand les États-Unis éternuent, le reste du monde s'enrhume ». Après cinq années de croissance mondiale forte, en grande partie menée par les marchés émergents, la capacité de résistance du reste du monde, et particulièrement des marchés émergents, face à une possible récession de l'économie américaine est aujourd'hui mise à l'épreuve et testée. Les reculs des marchés d'actions ayant précipité la baisse de 75 points de base (0,75 %) des taux d'intérêts décidée par la Réserve Fédérale n'ont certainement pas été limités aux marchés développés. Si les marchés émergents ne sortiraient pas indemnes d'une récession marquée du monde développé, ils affichent aujourd'hui une bonne santé et, dans le cas d'une récession plus douce qui serait limitée aux États-Unis, ils devraient surmonter la tempête et continuer leur ascension vers la scène centrale de l'économie mondiale.

Christian Deseglise – Responsable mondial de l'activité Marchés Émergents de la gestion d'actifs de HSBC Investments

L'influence externe

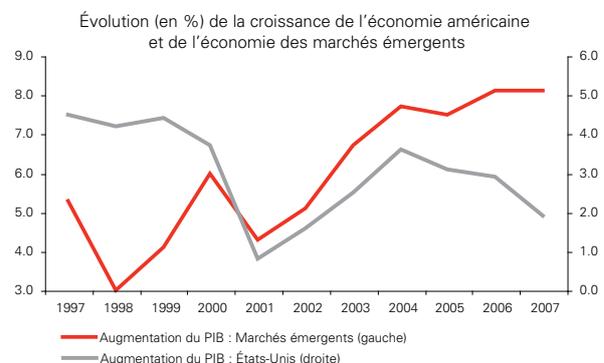
Les marchés émergents ont souvent suscité des sentiments extrêmes. À plusieurs moments au cours de ces 20 dernières années, ils ont incarné le risque de solvabilité, l'endettement élevé et l'hyperinflation. Au cours des cinq dernières années, leur croissance économique forte et les performances élevées de leurs marchés (plus particulièrement dans les pays du BRIC : Brésil, Russie, Inde et Chine), ont engendré un accroissement de l'optimisme quant aux perspectives offertes par le monde en développement. Cet optimisme a alimenté des théories selon lesquelles les marchés émergents seraient devenus moins dépendants de l'économie américaine tout en devenant des havres de sécurité pour les investisseurs.

Cependant, au cours des derniers mois, face à une volatilité croissante, certains marchés subissent d'importantes fluctuations et la capacité de résistance dont ont fait preuve les marchés émergents durant l'été 2007 est remise en question. Les perspectives auparavant optimistes concernant ces marchés cèdent le pas à la nervosité au moment où le discours invoquant une récession aux États-Unis gagne du terrain et où l'affolement des marchés invite la Réserve Fédérale à intervenir d'urgence et de manière agressive sur le niveau des taux d'intérêt. En cette période d'incertitude élevée, il nous semble opportun de revenir aux fondamentaux.

Comme nous l'avons précédemment exprimé, les fondamentaux des marchés émergents sont en eux-mêmes solides, et souvent plus sains que ceux des marchés développés. Le dernier rapport sur les perspectives de l'économie mondiale du FMI montrait que les marchés émergents affichent des déficits budgétaires et des ratios dette/PIB inférieurs à ceux des marchés développés. Les marchés émergents accumulent

aussi à ce jour d'importants excédents de trésorerie en comparaison aux déficits traditionnels cumulés du monde en développement. Les réserves internationales ont atteint un niveau tel que les marchés émergents sont devenus des créditeurs nets. Pour conclure, au moment où la croissance ralentit dans le monde développé, les marchés émergents apparaissent comme le réservoir de croissance du monde.

La seule ombre au tableau (par ailleurs brillant) est la hausse de l'inflation dans plusieurs pays. La situation actuelle des marchés émergents est toutefois globalement très solide et, en tout état de cause, infiniment plus solide que durant les années ayant précédé les crises des années 1990. Au cours des quelques dernières années, la croissance des marchés émergents a en outre été caractérisée par une indépendance économique accrue.



Source : FMI, Rapport sur les perspectives de l'économie mondiale (World Economic Outlook). Octobre 2007

HSBC

La dépendance à l'économie américaine (telle que mesurée par la part des marchandises et des services exportés vers les États-Unis par les marchés émergents) s'est réduite. L'Europe est ainsi devenue plus importante et les marchés émergents ont augmenté le volume de leurs transactions commerciales mutuelles. Ils exportent aujourd'hui davantage vers les marchés émergents que vers les marchés développés. De plus, la consommation domestique au sein des pays émergents a fortement augmenté. Globalement, le monde est devenu plus stable du point de vue de la croissance. Les moteurs de croissance sont plus nombreux que par le passé et sont devenus mutuellement moins interdépendants. Ceci a donné naissance aux théories dites du découplage : à ce jour, une récession aurait un impact moins important sur les marchés émergents que par le passé, les « géants » indien et chinois absorbant la majeure partie de la stagnation. Les États-Unis peuvent éternuer ; le monde ne s'enrhumera pas nécessairement.

Découplage ou recouplage ?

Les théories du découplage s'appliqueraient de manières différentes en fonction de la gravité des événements vécus aux États-Unis. Nous envisageons ici deux scénarios : celui d'une récession sévère et celui d'une récession plus douce de l'économie américaine. Un troisième scénario, c'est-à-dire celui dans le cadre duquel l'économie américaine continuerait à enregistrer une forte croissance au cours du premier semestre 2008, n'est pas envisagé ici. Il convient toutefois de dire que ce scénario improbable pourrait ne pas fournir les meilleurs résultats en termes de performance pour les marchés émergents. Ce scénario serait en effet, selon toute vraisemblance, accompagné par le retour de craintes de pressions inflationnistes et de resserrement monétaire qui pourrait avoir un impact négatif sur les actifs des marchés émergents.

Scénario 1 : Une récession sévère

Si le ralentissement de la croissance économique américaine venait à se transformer en une récession sévère et prolongée, les marchés émergents seraient inévitablement exposés au choc. Si notre scénario central n'envisage pas que les économies du monde développé s'enfoncent dans une récession sévère, ce risque ne peut cependant pas être ignoré comme en témoignent les nets reculs récents des marchés d'actions mondiaux. L'importance de l'économie américaine en tant que client de certains marchés majeurs ne peut être sous-estimée. Les États-Unis continuent à importer et utiliser 16 % des marchandises et des services des marchés émergents, bien que ce chiffre soit aujourd'hui en recul par comparaison à 25 % en 2001. Si la demande en produits manufacturés chinois des États-Unis et de l'Europe devait baisser, l'économie chinoise ne pourrait pas maintenir la forte croissance de ses exportations, ce qui aurait un impact négatif sur la croissance économique, ce qui réduirait à son tour sa demande de marchandises, entraînant ainsi des réactions en chaîne sur des pays tels que le Brésil et la Russie. Pour des raisons différentes, le Mexique, qui est étroitement aligné sur les conditions rencontrées par les États-Unis, souffrirait vraisemblablement, alors que la Corée du Sud et Taiwan, qui continuent à dépendre de leurs exportations d'appareils et de matériels électroniques vers les États-Unis, seraient aussi affectés. La croissance

des bénéfiques pour de nombreux marchés émergents serait révisée à la baisse et les investisseurs exigeraient probablement des multiples de marché plus bas. Dans ce scénario, la performance des marchés émergents serait donc probablement décevante.

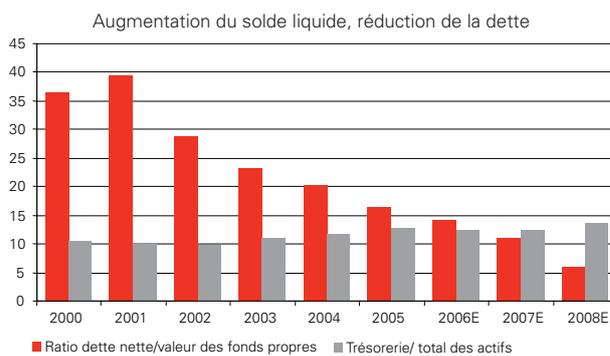
Scénario 2 : Récession douce / ralentissement prolongé pour l'économie américaine

Les théories du découplage continueraient probablement à s'appliquer si les États-Unis persistaient à enregistrer une croissance faible ou devaient traverser une récession douce de courte durée. Au cours des cinq trimestres précédant juin 2007, l'économie américaine n'a enregistré qu'une croissance de 2 % par an avec un impact faible, sinon nul, sur les marchés émergents. Durant cette période, les marchés émergents ont présenté une croissance économique supérieure à 7,5 %, des améliorations continues de leurs fondamentaux et les entreprises ont généré d'importants bénéfices.

L'avenir

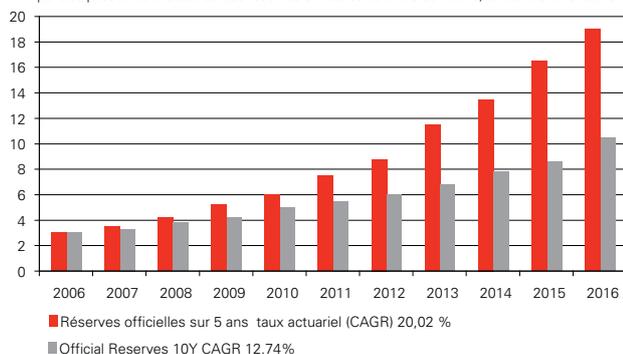
Nous vivons actuellement un moment déterminant. Les nouvelles baisses de taux décidées par la Réserve Fédérale ont été des mesures orientées dans la bonne direction et la baisse dynamique de 75 points de base a été bien accueillie par les marchés asiatiques. Nous sommes, en outre, aussi encouragés par les actions conjointes menées par les banques centrales du monde afin d'augmenter la liquidité nette au sein du système bancaire mondial. Les quelques mois à venir devraient néanmoins être caractérisés par une volatilité continue dans le contexte des conséquences des reculs des marchés d'actions, du renversement de la conjoncture du marché immobilier aux États-Unis et des bouleversements des marchés du crédit.

Le calme revenu sur les marchés devrait mettre à nouveau en avant la santé et la solidité des marchés émergents. Les pays émergents et les entreprises jouissent aujourd'hui de bilans solides. L'explosion des marchés domestiques de la consommation et les ambitieux projets d'investissements industriels continueront à alimenter une croissance des ventes indispensable pour de nombreuses entreprises mondiales. Pour conclure, le dynamisme financier nouvellement acquis par les marchés émergents fait chaque jour la une des journaux et la puissance des fonds souverains des marchés émergents devrait probablement se faire sentir de façon de plus en plus marquée au cours de l'année à venir. À de multiples égards, les pays émergents sont au cœur de l'économie mondiale.



Sources : Bank for International Settlements, FMI, DB Research.

Scénarii liés à la croissance du total des actifs gérés par des fonds souverains sur la base d'une période passée de croissance des réserves officielles de 5 ans et 10 ans, en dollars américains



Source: S & P Sovereign Debt Rating, 2007

Des marchés solides

Si les récentes interventions de la Réserve Fédérale et des autres banques centrales ont réussi à écarter pour l'instant la possibilité d'une récession sévère, les économies des marchés émergents devraient avoir les moyens d'afficher une croissance robuste en 2008. Les perspectives de croissance des bénéfices des entreprises du monde émergent semblent attractives relativement à celles offertes

Les nouvelles frontières de l'investissement

De nombreux investisseurs commencent à s'intéresser à la prochaine génération des marchés émergents, appelés « marchés frontières ». Parmi leurs nombreuses caractéristiques, ces marchés « New Frontiers » enregistrent une croissance économique rapide. Cette dernière est structurellement générée par l'accès aux capitaux et aux technologies du monde développé, une démographie favorable (plus de 1,2 milliard d'habitants) et des prix des matières premières robustes. La baisse de l'inflation, la croissance plus forte du PIB, la hausse du revenu par habitant et les positions renforcées des comptes enregistrées à ce jour favorisent en outre sans exception les marchés boursiers de ces pays.

Évolution annuelle de l'inflation (en %)			
Pays	1998	2003	2008
Colombie	18,7	7,1	3,7
Équateur	36,1	7,9	3
Ghana	19,2	26,7	8,8
Indonésie	58	6,8	5,3
Zambie	24,5	21,4	4,9

Position de comptes actuelle % PIB			
Country	1998	2003	2008e
Bahrain	-12.6	2.3	10.6
Botswana	3.9	5.6	12.2
Équateur	-9.3	-0.6	0.7
Koweït	8.5	19.7	32.3
Pérou	-6.4	-1.5	0.4
Trinidad et Tobago	-10.6	9	15.5

par le monde développé. Les marchés émergents devraient générer des bénéfices en hausse de près de 18 % en 2008, selon des données fournies par IBES. Dans un tel contexte, l'année 2008 devrait être de nouveau positive pour les marchés émergents. Cependant, les investisseurs devront être particulièrement sélectifs pour leurs investissements. Après cinq années de marchés fortement orientés à la hausse, plusieurs pays ont atteint des niveaux de valorisation très élevés. En 2008, en Inde, les transactions boursières affichent à ce jour des ratios cours/bénéfices voisins de 16.5x. En Chine, ils sont d'environ 17.6x, à la suite d'une correction du marché. Ces ratios restent cependant élevés en comparaison avec celui de l'univers élargi des marchés émergents mondiaux à 12.3x. Toute déception associée à la croissance des bénéfices pourrait donc s'avérer douloureuse pour certains des marchés d'actions sous-jacents. Plusieurs marchés continuent à se démarquer : ainsi pour l'année 2008, le ratio cours/bénéfices de la Russie est de 10.3x et celui du Brésil de 10.7x.

Les principaux thèmes émergents qui devraient être porteurs au cours de l'année 2008 sont les marchés « New Frontiers » ou « marchés frontières », la Russie et la dette des marchés émergents.

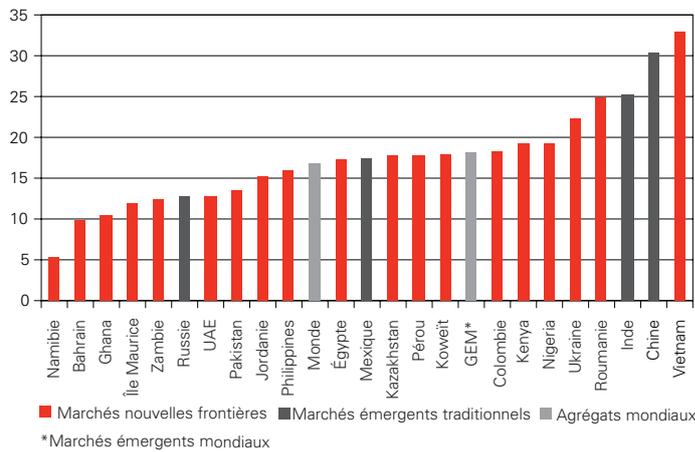
PIB en USD (PPP) par habitant basé sur la parité de pouvoir d'achat			
Pays	1998	2003	2008
Estonie	8,558.64	12,779.49	21,998.88
Kazakhstan	3,910.03	6,629.59	11,188.10
Lettonie	6,677.18	10,555.20	18,975.56
Lituanie	8,100.15	11,830.14	17,893.45
Oman	13,084.00	14,822.32	21,242.49
Panama	5,944.31	6,659.28	9,339.91

Taux de chômage enregistré (en %)			
Pays	1998	2003	2006
Philippines	10.1	11.4	7.9
Panama	13.6	10.9	8.7
Équateur	11.5	9.3	9.0
Roumanie	10.4	7.4	5.5
Colombie	15.2	14.2	12.0

Source : Rapport sur les perspectives de l'économie mondiale, FMI, avril 2007 *Source IIF, septembre 2007

Les « marchés frontières » sont généralement délaissés et peu recherchés et les inefficacités de prix au niveau des pays individuels et des actions individuelles sont élevées, offrant de bonnes opportunités. Compte tenu des taux de croissance plus élevés qu'attendus des bénéfices, les « marchés frontières » sont plus attractifs avec des multiples à terme ou « forward ».

Pourquoi envisager d'investir aujourd'hui dans les marchés frontières
 – des valorisations attractives avec un ratio glissant cours/bénéfices pour 2006



Source : CITI Group, HSBC, Renaissance Capital and Bloomberg, 2006

Il existe de toute évidence une hétérogénéité de ces « marchés frontières » et des facteurs qui devraient, selon nous, soutenir et générer leur prospérité.

Les Émirats Arabes Unis (UAE), par exemple, ont mis en place un programme ambitieux de développement d'infrastructures visant à positionner Dubaï comme la destination de choix au Moyen-Orient pour les services financiers, le tourisme et le commerce. Abu Dhabi a traditionnellement fait preuve d'un plus grand conservatisme mais commence à suivre cette voie. Une assise macroéconomique et politique stable est soutenue par des prix du pétrole élevés et des données démographiques fortes soutenues par l'immigration. Des opportunités d'investissement existent parmi les entreprises positionnées pour bénéficier des dépenses liées aux infrastructures, de la démographie favorable et du développement de l'industrie des services financiers.

Le Kazakhstan présente un profil économique positif, bien qu'il ait été touché par la crise des crédits hypothécaires américains à risque qui a affecté les marchés mondiaux. Cependant, outre une inflation en baisse et une forte croissance de son PIB, une forte demande domestique alimente une explosion du crédit associée à la consommation ce qui soutient et dynamise l'économie. Sa très grande richesse en minerais, en grande partie inexploitée, offre un avantage et un intérêt particulier. Ses réserves constituent un pourcentage particulièrement important des réserves mondiales (30 % des réserves de chrome, 25 % des réserves de manganèse, 20 % des réserves d'or, 20 % des réserves d'uranium, 10 % des réserves de cuivre et 10 % des réserves de minerai de fer). Les opportunités d'investissement sont à trouver parmi les entreprises positionnées afin de bénéficier de la croissance liée à la production de ressources, alors que les banques devraient bénéficier de la croissance des crédits à la consommation et les entreprises de l'explosion des investissements.

Le Vietnam est entre temps devenu l'une des économies asiatiques qui enregistre la croissance la plus rapide attendue entre 8 et 9 % pour les années à venir. L'existence d'une main-d'œuvre jeune, qualifiée et en croissance et la récente adhésion du pays à l'Organisation mondiale du commerce (OMC) favorisent les relations internationales et encouragent les investissements directs étrangers.

Le Vietnam offre également des taux d'imposition bas et son gouvernement a adopté des politiques relativement favorables aux entreprises. Il existe, dans ce pays, des opportunités d'investissement liées aux secteurs des infrastructures, de l'immobilier, des services financiers et aux entreprises bénéficiant de la hausse du revenu par habitant et des dépenses de consommation.

Russie

En dépit des améliorations apportées aux fondamentaux macroéconomiques de l'économie, à la prévision d'une croissance du PIB à 7,8 % pour 2007, de la production industrielle et des investissements directs étrangers, les actions russes ont largement sous-performé en 2007 la plupart de autres actions des marchés émergents mondiaux en grande partie en raison de l'incertitude liée à la période électorale.

Les investisseurs ont craint que les politiques économiques saines qui ont ramené la Russie de la crise de 1998 à une position de stabilité économique enviable, de croissance forte et de prospérité puissent changer. Bien que les conditions favorables enregistrées par la Russie aient été soutenues par la vigueur des prix des matières premières, on ne peut nier contribution positive de M. Poutine à cette nouvelle stabilité. Ainsi, l'inflation est revenue de niveaux hyper inflationnistes (environ 60 à 70 %) à aujourd'hui environ 10 %, une évolution qui a contribué à stabiliser le rouble.

La performance terne et sans relief du marché boursier russe a néanmoins ouvert une opportunité. Il y a un an, les actions des entreprises russes s'échangeaient sur des plus hauts en comparaison aux autres marchés émergents. Ceci était dû à l'importante progression cette année de la Chine et du Brésil et au fait que les entreprises russes ont enregistré des taux de croissance des bénéfices supérieurs à la moyenne.

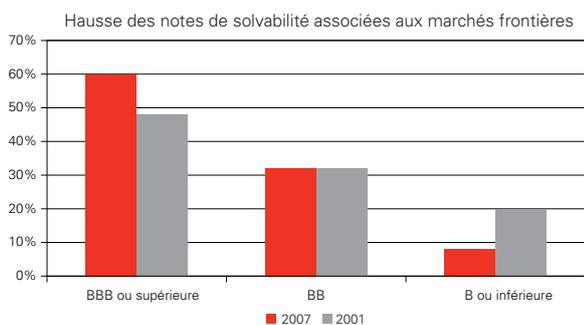
Aujourd'hui, la Russie est redevenue, de manière relative, l'un des marchés les moins « chers » du monde. Les fondamentaux des entreprises russes sont bien plus solides qu'il y a 10 ans et ne présentent pas de grands risques de solvabilité ou de liquidité. En 2008, les actions des entreprises russes s'échangent dans le cadre d'un ratio cours/bénéfices limité à 10,3, par comparaison avec une moyenne de 12,3 pour les marchés émergents. Ceci a fait de la Russie le second plus grand marché émergent le moins « cher » du monde sur la base du ratio cours/bénéfices.

Les investisseurs doivent décider si c'est le bon moment pour se positionner sur ce marché et profiter du moindre risque lié à la situation politique et à la gouvernance des entreprises, ou alors si il est plus sage d'attendre le résultat de l'élection présidentielle de mars afin de voir si, comme prévu, M. Medvedev en sortira gagnant.

Le compromis risque/rendement des actions russes est soudain devenu plus attractif et nous nous attendons à ce que l'élection de M. Medvedev tire le marché à la hausse. Cependant, la fenêtre d'opportunité ne devrait pas rester longtemps ouverte...

Marché de la dette émergente

La capacité de résistance dont ont fait preuve les marchés de la dette émergente (face aux troubles ayant récemment affecté les marchés) a été remarquable. Historiquement, les crises financières, quelles que soient leurs origines, affectaient fortement le marché de la dette émergente : cette fois ci, les marchés de la dette émergente ont à peine flanché. En fait, les dettes en devises fortes et en devises locales ont enregistré de forts rendements en 2007, malgré une hausse du volume des transactions liée à l'augmentation de l'aversion au risque qui a entraîné une fin d'année marquée par la volatilité. Les marchés de la dette émergente semblent afficher une santé suffisante pour affronter toute faiblesse prolongée des marchés boursiers développés.



Source : S & P Sovereign Debt Rating, 2007

L'amélioration des politiques macroéconomiques est au cœur de ce changement fondamental, la réussite pouvant être

mieux suivie en se basant sur l'ampleur de l'accumulation des réserves en devises fortes. L'augmentation rapide des réserves en devises fortes au cours des dix dernières années prouve que les économies émergentes sont aujourd'hui devenues bien moins vulnérables aux chocs externes (tels que ceux auxquels nous avons assisté cette année), et offrent par conséquent moins de risques d'insolvabilité. Les marchés émergents sont en outre à ce jour en fait confrontés à des passifs moins importants car ils remboursent et rachètent leur dette. Il n'est donc pas surprenant que plus de la moitié des pays sièges des marchés émergents aient aujourd'hui atteint le statut de « investment grade ». Il existe en effet des « obligations solvables » dans l'univers du marché de la dette émergente, qui, à fondamentalement parler, ne sont pas plus risquées que les bons et obligations du Trésor américain. Aussi, les investisseurs se tournent de plus en plus vers ces obligations comme alternative.

En ce début d'année 2008, la volatilité qui a prévalu durant toute la seconde moitié de l'année 2007 ne montre aucun signe de ralentissement. Les « spreads » sur les obligations en devises fortes sont bien plus importants que leurs plus-bas d'avant la crise. Les investisseurs continuent toutefois à percevoir le marché de la dette émergente comme une classe d'actifs « à risque » malgré des fondamentaux solides et dans le contexte de l'augmentation des incertitudes relatives à la croissance économique mondiale, les liquidités se concentreront vraisemblablement sur les obligations des sept pays les plus industrialisés (soit ceux du G7).

Il en résultera une sous-performance des états souverains et des entreprises affichant des notes de solvabilité les plus basses en ligne avec la détérioration des perspectives de la croissance mondiale. Ceci ne constitue néanmoins qu'une partie de l'histoire. Le déclin structurel du dollar a ramené l'attention des investisseurs sur les marchés en expansion permanente de la dette émergente en devises locales.

On peut donc en conclure que tant que les fondamentaux des marchés émergents resteront solides, des opportunités d'investissement devraient vraisemblablement se présenter pour les devises générant des rendements de cette classe d'actifs en 2008.



Christian Deseglise

Basé à New York, Christian Deseglise est le Responsable mondial de l'activité Marchés Emergents de la gestion d'actifs de HSBC, qui comprend les sociétés de gestion Halbis, HSBC Investments et Sinopia. Il s'est investi pendant plus de 17 ans dans les marchés de capitaux, la gestion de fonds et les missions de conseil sur les marchés émergents. Il est titulaire d'un « Master in International Affairs » de l'Université de Columbia à New York. Il est également diplômé de Sciences-Po Paris et titulaire d'un Master en études ibériques et latino-américaines de l'université de la Sorbonne à Paris. Christian Deseglise a écrit de nombreux articles sur les marchés émergents et occupé diverses chaires d'enseignement à Sciences-Po et à l'Institut des Hautes Etudes de Développement à Bogota (Colombie).

Ce document est produit et diffusé par HSBC Investments (France) et n'est destiné qu'à des investisseurs professionnels au sens de la Directive Européenne MIF. L'ensemble des informations contenues dans ce document peuvent être amenées à changer sans avertissement préalable. Toute reproduction ou utilisation non autorisée des commentaires et analyses de ce document engagera la responsabilité de l'utilisateur et sera susceptible d'entraîner des poursuites. Ce document ne revêt aucun caractère contractuel et ne constitue en aucun cas ni une sollicitation d'achat ou de vente, ni une recommandation d'achat ou de vente de valeurs mobilières dans toute juridiction dans laquelle une telle offre n'est pas autorisée par la loi. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Investments sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Investments. En conséquence, HSBC Investments (France) ne saurait être tenu responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ces commentaires et/ou analyses. Toutes les données sont issues de HSBC Investments (France) sauf avis contraire. Les informations fournies par des tiers proviennent de sources que nous pensons fiables mais nous ne pouvons en garantir l'exactitude. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Le capital n'est pas garanti. Les investissements réalisés dans les marchés émergents présentent un plus grand risque que ceux effectués dans les pays développés. 13557/0108/FP08 - 0143

HSBC Investments (France) - 421 345 489 RCS Nanterre.

Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (n° GP99026)

Adresse postale : 75419 Paris cedex 08

Adresse d'accueil : Immeuble Ile de France - 4 place de la Pyramide - La Défense 9 - 92800 Puteaux (France)

www.hsbcinvestments.fr

Document non contractuel. Janvier 2008. Ce document est destiné à des investisseurs professionnels au sens de la directive européenne MIF.