

Expertise locale, approche globale

Septembre 2010

Emerging Equity Markets Monthly

Risque cyclique global plus faible et perspectives plus claires en chine 2

Brésil: croissance, croissance, croissance 3

Conclusion 5

Maarten-Jan
Bakkum

PREAMBULE

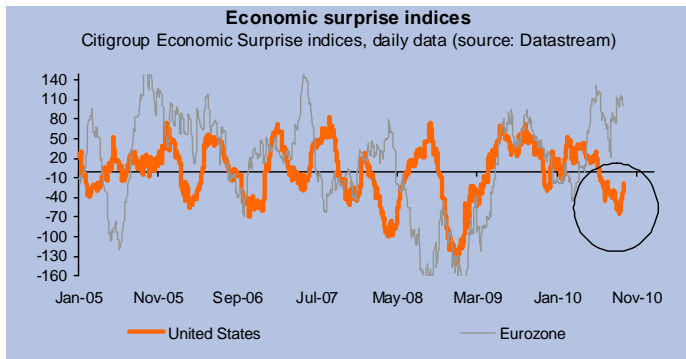
Depuis la publication de notre dernier Emerging Equity Markets Monthly (EEMM), l'appétit au risque a continué à faire preuve de volatilité. Nous nous attendions à voir les marchés émergents profiter de l'amélioration des nouvelles en provenance d'Europe, du recul des craintes concernant le ralentissement économique en Chine et des prévisions de croissance mondiale plus réalistes. Les surprises négatives aux États-Unis ont néanmoins neutralisé l'influence positive de l'Europe et de la Chine. Dans ce contexte, les actions émergentes sont parvenues à surperformer les actions des marchés développés. Mais au sein de l'univers émergent, les marchés les plus risqués n'ont pas réussi à surperformer les marchés plus défensifs.

Les marchés ont évolué sans direction claire et sans véritable cohérence au cours de ces onze derniers mois. Nous continuons à penser que la fin de la politique de resserrement en Chine et les prévisions plus réalistes en ce qui concerne la croissance des marchés développés devraient permettre aux marchés d'actions de reprendre bientôt une orientation plus claire. La faiblesse des valorisations et le fait que les indicateurs avancés se sont repliés pendant plus de deux trimestres signifient que le risque de baisse est nettement plus limité qu'au début de l'année.

Dans cette édition d'EEMM, nous nous penchons sur les facteurs qui, selon nous, vont influencer les marchés d'actions émergents au cours des prochains trimestres. Dans la dernière partie, nous présentons nos arguments pour investir au Brésil. Nous nous sommes rendus au Brésil la semaine passée et nous en sommes revenus confortés dans notre conviction que le pays allait enregistrer une croissance supérieure à son potentiel au cours des prochaines années. Malgré les inquiétudes liées à l'augmentation des besoins de financement externe du pays et à l'intervention de plus en plus grande de l'État dans l'économie, nous avons décidé que nous devons renforcer notre exposition au Brésil dans les prochains mois.

Maarten-Jan Bakkum, Global Emerging Markets equity strategist

Risque cyclique global plus faible et perspectives moins troubles en Chine



Etant donné que les principaux indicateurs avancés viennent de connaître huit mois de baisse consécutifs, que l'indice de surprise économique de Citigroup a commencé à se redresser après être resté à des niveaux très déprimés et que plusieurs organismes ont ramené leurs prévisions de croissance du PIB US à des niveaux plus réalistes (c-à-d. inférieurs à 2 %) pour 2011, nous pensons que les mauvaises nouvelles liées à la croissance mondiale devraient se faire plus rares (voir graphique ci-dessus).

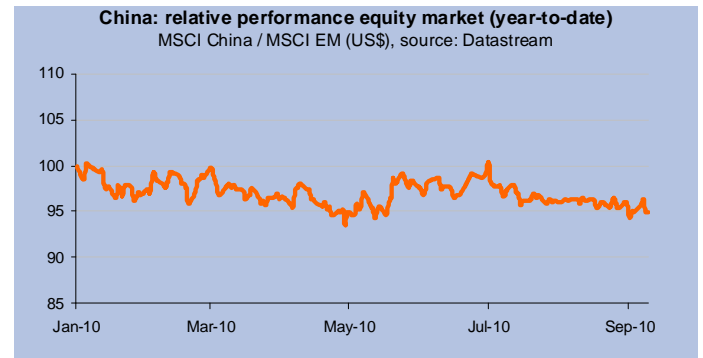
Au fil des cycles, on a pu constater que les indicateurs avancés restaient orientés à la baisse pendant, en moyenne, 14 mois. Pour les actions émergentes, la période la plus critique commence généralement quelques mois avant que les indicateurs avancés atteignent leur pic et se termine environ six mois après ce pic. Sachant que ce schéma s'est avéré fiable dans le passé, nous avons été légèrement surpris par le niveau de volatilité de l'appétit au risque depuis que les marchés ont atteint leur plancher en mai.

En raison des craintes structurelles pesant sur les économies des marchés développés, la faiblesse des données US a eu un impact plus conséquent que d'habitude à ce stade du cycle. Il nous paraît raisonnable de penser que les marchés boursiers émergents pourraient avoir atteint leur plancher cinq mois après le pic des indicateurs avancés. Cela correspond tout du moins à ce qui a été observé dans le passé. Nous ne serions donc pas surpris si le creux atteint le 25 mai s'avérait être le plus bas du marché au cours de ce cycle.

Depuis le plancher du mois de mai, les actions émergentes ont repris environ 20 %. En soi, cela constitue une belle performance. Le seul problème réside dans le manque de cohérence au niveau de l'évolution des différents marchés émergents les uns par rapport aux autres. Voilà pourquoi nous avons qualifié l'appétit au risque de volatil. Le sentiment que les marchés ont désormais digéré la plus grande partie du risque cyclique augmente la probabilité d'une performance relative plus prévisible des pays et des secteurs au cours des prochains trimestres. Cela améliore les perspectives pour les marchés à bêta élevé plus risqués de notre univers. Mais cela signifie aussi que les marchés pourraient conserver une tendance de plus de quelques

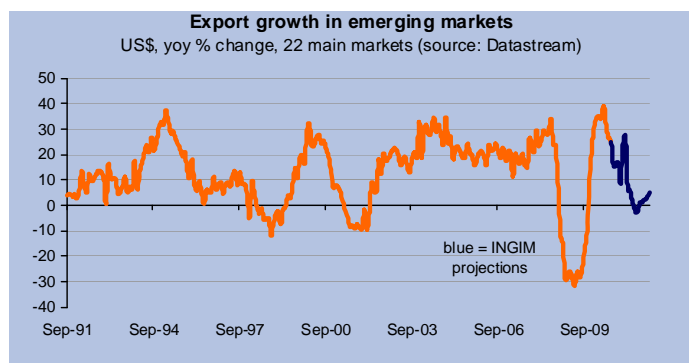
semaines, contrairement à ce que nous avons pu observer au cours de ces onze derniers mois.

La probabilité de performances relatives plus solides devrait s'accroître à mesure que nous nous approchons du moment où les marchés commencent à anticiper le plancher des indicateurs avancés. Dans l'hypothèse où les indicateurs avancés tomberaient à leur plus bas en mars 2011 (14 mois après janvier 2010) et sachant que les marchés commencent à anticiper une nouvelle tendance haussière quelques mois avant le creux, on peut s'attendre à des mouvements cycliques à partir de janvier.



En attendant, nous pensons que les marchés vont retrouver une orientation plus claire grâce à l'amélioration des perspectives en Chine. En raison des craintes de resserrement excessif et d'importantes augmentations de capital par les banques, le marché boursier chinois n'est pas parvenu à surperformer cette année (voir graphique ci-dessus). Au mois de mai, soit un mois après les sévères mesures de resserrement dans le secteur immobilier, la Chine a néanmoins commencé à surperformer les GEM, reflétant un recul des craintes de nouveaux ressernements. Mais depuis juillet, le marché connaît de nouveaux remous, les craintes d'un nouveau resserrement immobilier ayant refait surface et les autorités ayant imposé des coupures de courant aux entreprises sidérurgiques les plus polluantes.

Les perspectives de croissance pour la Chine sont plus claires aujourd'hui qu'elles ne l'étaient au cours de ces derniers mois. Il ne faut probablement pas s'attendre à de nouvelles mesures de resserrement étant donné le ralentissement économique actuellement en cours, la normalisation de la croissance des crédits après la flambée d'après crise et la décélération de la demande mondiale. Dans le secteur de l'immobilier privé, quelques mesures ciblées pourraient encore être prises afin de freiner la demande dans certaines villes et dans certains segments, mais cela ne devrait pas renforcer les craintes d'une accélération du ralentissement de l'économie chinoise. Le principal enjeu se situera au niveau de la croissance du commerce mondial et, plus important encore, des attentes relatives à la croissance du commerce mondial.



Compte tenu des informations tirées des principaux indicateurs avancés, de nos prévisions concernant l'économie mondiale et des effets de base, nous pensons que la croissance du commerce mondial va ralentir pendant encore trois trimestres et atteindre son plancher durant l'été de l'année prochaine, avec un taux en glissement annuel d'environ -3% (voir graphique ci-dessus). Cela signifie que les exportations chinoises seront orientées à la baisse jusqu'à l'été 2011, avec de sérieux risques pour la croissance du PIB en général. C'est la raison pour laquelle nous nous attendons à une politique d'assouplissement en Chine.

Cela devrait offrir un sérieux coup de pouce au marché boursier chinois. En outre, une surperformance du marché chinois devrait avoir un impact positif sur l'ensemble des marchés émergents, en particulier les pays exportateurs de matières premières, qui bénéficient le plus de la forte croissance des investissements chinois.

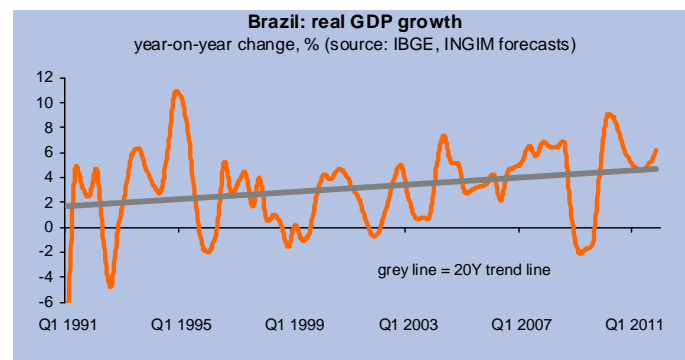
Brésil: croissance, croissance, croissance

Après plus d'une décennie de politiques économiques austères visant à restaurer les larges déséquilibres macroéconomiques, les autorités brésiliennes ont pris une orientation davantage favorable à la croissance au cours de ces dernières années. Les dernières années du second mandat du président Lula ont été marquées par une progression rapide des investissements publics et une forte croissance des salaires minimums. Cela a permis à la croissance du PIB de dépasser son potentiel de quelques points de pourcentage et au pays d'éviter une profonde récession en 2008 et 2009.

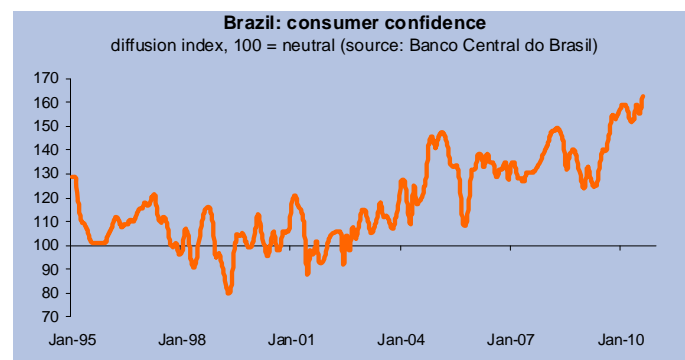
Nos discussions avec des responsables gouvernementaux, des investisseurs locaux, des économistes indépendants et des analystes politiques ont été centrées sur la stratégie de croissance de l'administration actuelle. Sera-t-elle maintenue après les élections présidentielles du mois prochain ? Si oui, sera-t-elle aussi efficace que ces dernières années ? Et quel sera son effet sur le profil de risque macroéconomique du pays et sur le potentiel de croissance à long terme ?

Nous avons tiré les conclusions suivantes: le Brésil devrait maintenir un taux de croissance supérieur à 5,5 %, voire 6 %, dans les prochaines années grâce à une forte croissance de la consommation des ménages et un

programme d'investissements publics ambitieux. Le Brésil va néanmoins avoir besoin de plus de capitaux étrangers pour financer sa croissance étant donné le faible taux d'épargne et son taux de croissance potentiel d'environ 4,5 %. Le rapide accroissement du déficit courant ne devrait pas poser de problème dans l'environnement mondial actuel où les placements à forte croissance et/ou à rendement élevé dans les marchés émergents sont de plus en plus recherchés. Mais une plus grande dépendance aux capitaux étrangers devrait rendre le taux de change et les prix des actifs plus volatils. Parallèlement, le renforcement des investissements publics devrait augmenter le recours aux financements extrabudgétaires et diminuer ainsi la transparence budgétaire. En conclusion, nous pensons que le marché boursier brésilien va profiter de l'accélération de la croissance économique, mais que sa sensibilité aux fluctuations de l'appétit au risque dans le monde ne va pas s'atténuer dans les prochaines années.



La croissance du PIB à long terme avoisine 4 % à l'heure actuelle (voir graphique ci-dessus). Le potentiel de croissance du Brésil n'est certainement pas beaucoup plus élevé. La plupart des économistes tablent sur un taux de croissance potentiel de 4,5 %, compte tenu des éléments suivants: d'une part, une évolution démographique favorable, l'autosuffisance en énergie et dans de nombreuses matières premières, des flux d'investissements directs étrangers solides et un potentiel de convergence vers d'autres économies toujours important et, d'autre part, un système éducatif déficient, des infrastructures insuffisantes et un taux d'épargne faible.



La diminution du chômage, la hausse des salaires et la forte croissance des crédits devraient permettre d'assurer la partie 'consommation privée' dans les prévisions de

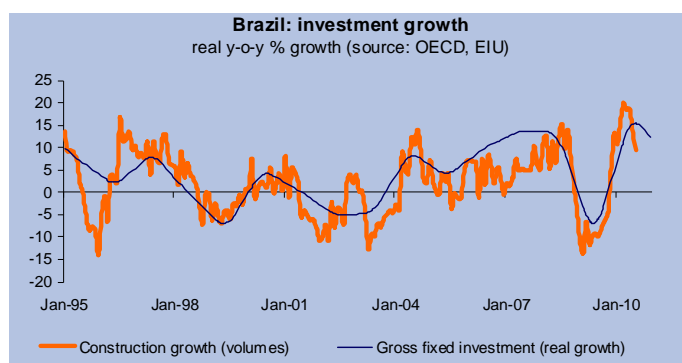
croissance de la demande intérieure (voir graphique ci-dessus). Le taux de croissance réel moyen de la consommation de 5,5 % enregistré ces cinq dernières années devrait pouvoir être maintenu dans les prochaines années. Les perspectives en matière d'investissements sont moins évidentes, étant donné le faible taux d'épargne dans l'économie, la forte dépendance aux capitaux étrangers et le financement public de grands projets.

Peut-on supposer que, après les élections du mois prochain, le nouveau gouvernement continuera à financer de grands projets d'investissements en infrastructure et dans le secteur de l'énergie par le biais de la banque nationale de développement BNDES ? Ces dernières années, le financement extrabudgétaire de grands projets via la BNDES s'est élevé à environ 4 % du PIB chaque année. En 2009, au lendemain de la crise mondiale, les banques privées brésiliennes n'étaient pas disposées à prendre des risques et à financer ce type de projets. Mais cette année, la nécessité d'une intervention de l'Etat semble nettement moins évidente. Le nombre de nouveaux crédits octroyés par la BNDES a toutefois continué à grimper.

Nous pensons que le nouveau gouvernement va maintenir cette stratégie pour deux raisons : tout d'abord, la volonté d'augmenter le ratio d'investissement du Brésil sans creuser davantage les déficits budgétaires et, ensuite, les excellents résultats obtenus grâce au financement de la BNDES. L'immense popularité de Lula signifie que son candidat, Dilma Rousseff, va probablement remporter les élections au premier tour, ce qui constitue un gage de continuité, notamment en ce qui concerne le passage d'une politique économique orthodoxe à une politique centrée sur la maximisation de la croissance.

Le recours à la BNDES permet au gouvernement de mettre en œuvre de grands et prestigieux projets d'infrastructure tels que la ligne de train à grande vitesse entre São Paulo et Rio de Janeiro, le barrage hydroélectrique Belo Monte au cœur de l'Amazonie et plusieurs nouveaux stades de football en prévision de la coupe du monde de 2014. Le raisonnement économique de ces projets et les risques que ceux-ci impliquent constituent moins une source d'inquiétude pour une banque d'Etat comme la BNDES que pour des banques privées.

En fin de compte, l'ampleur du recours à la BNDES pour financer des projets que le secteur privé considère comme trop risqués dépendra de la qualité des emprunts. L'Etat brésilien ne dispose pas du même matelas que la Chine lorsqu'il s'agit de recapitaliser des banques d'Etat. La BNDES pourra certainement encore augmenter ses prêts au cours des prochaines années sans éveiller les craintes des investisseurs quant à la qualité de ces prêts et la qualité de son bilan. Après tout, la BNDES est une banque rentable. Mais, au fil du temps, nous pensons que les investisseurs vont de plus en plus s'interroger sur la viabilité de cette stratégie, l'intervention croissante de l'Etat dans l'économie, l'éviction des banques privées par la BNDES et les coûts budgétaires (cachés) de cette rapide expansion de la BNDES.



A l'instar des investisseurs, nous pensons qu'il est encore trop tôt pour s'inquiéter de ce passage à une politique de croissance plus agressive. Au cours des prochaines années, cela permettra de maintenir une croissance des investissements à deux chiffres et d'enregistrer une croissance du PIB supérieure à 5,5% (voir graphique ci-dessus). Nous partageons également l'avis du gouvernement lorsque celui-ci déclare que le ratio d'investissement du Brésil de 19 % est nettement trop faible et qu'il y a un besoin urgent de nouveaux investissements en infrastructure afin d'augmenter le taux de croissance potentiel du pays. Et comme l'ensemble du monde émergent commence à suivre le modèle de croissance chinois, il était devenu politiquement intenable pour le gouvernement brésilien de poursuivre sur la voie de l'orthodoxie.

Le gouvernement Lula a répété à plusieurs reprises son objectif d'atteindre un ratio d'investissement de 24 % d'ici à 2015. Cela permettrait de faire grimper la croissance potentielle à environ 5,5 %, mais cela impliquerait aussi une forte croissance des importations et un creusement du déficit courant au cours des prochaines années. Avec un déficit avoisinant actuellement 2 % du PIB et en rapide augmentation, on peut estimer que celui-ci aura atteint 5 %, voire 6 %, au moment où le Brésil sera parvenu à faire grimper son ratio d'investissement à 24 % du PIB.

Il est tout à fait logique que le Brésil revienne ses ambitions à la hausse et veuille renforcer son assise financière. Mais cela aura un prix. Laissons provisoirement de côté les craintes à plus long terme concernant l'intervention croissante de l'Etat dans l'économie et la diminution de la transparence budgétaire. Mais, au cours des prochaines années, les investisseurs seront confrontés au risque d'un rapide accroissement du déficit courant. Nous sommes persuadés que le Brésil parviendra à trouver des financements externes étant donné l'environnement mondial actuel marqué par d'importants flux de capitaux en direction des marchés émergents. Mais, dans un même temps, le pays devient plus vulnérable lorsque ses besoins de financement externe augmentent. C'est pourquoi nous pensons que le taux de change va devenir plus volatil, que le risque pays du Brésil ne va probablement pas diminuer et que le marché des actions brésilien dépendra essentiellement de l'évolution de l'appétit au risque au niveau mondial.

En d'autres termes, nous tenterons de trouver les moyens de profiter de la forte croissance économique tirée par la demande intérieure au Brésil uniquement lorsque nous serons rassurés à propos de l'appétit au risque des investisseurs et des marchés d'actions en général. Contrairement à ce que nous espérions auparavant, nous ne pensons plus que le Brésil fera partie des grands marchés d'actions émergents à être principalement dopés par une dynamique interne (Chine, Inde, Indonésie et Egypte) dans les prochaines années. La dépendance du Brésil aux capitaux étrangers restera trop élevée pour espérer une diminution de sa vulnérabilité aux facteurs de risque extérieurs.

Conclusion

Dans le contexte actuel de faible croissance et de taux d'intérêt bas dans les pays développés, nous maintenons notre exposition aux marchés émergents dont la croissance est guidée par des facteurs endogènes. Par conséquent, nous privilégions toujours les marchés de Chine, d'Indonésie et d'Egypte. Parallèlement, nous tablons sur un regain de l'appétit pour le risque suite à des prévisions de croissance mondiale plus réalistes et à des perspectives de croissance plus claires en Chine. Cela crée des opportunités dans des marchés à bêta plus élevé présentant des valorisations attrayantes et une dynamique de croissance positive qui n'ont pas réussi à surperformer, tels que la Russie ou le Brésil.

Nous sommes revenus du Brésil confortés dans notre conviction que la croissance de la demande intérieure allait demeurer solide au cours des prochaines années. La politique de croissance qui a marqué les dernières années du mandat de Lula va très probablement être maintenue après l'élection de Dilma. Malgré des inquiétudes à plus long terme concernant la diminution de la transparence budgétaire et l'intervention croissante de l'Etat dans l'économie, nous avons l'intention de renforcer notre exposition à la croissance de la demande intérieure brésilienne. Nous sommes persuadés que le Brésil nous réservera de bonnes surprises en termes de croissance au cours des prochaines années.

Maarten-Jan Bakkum,
GEM Equity Strategist
La Haye, 14 septembre 2010

Avertissement légal :

Les éléments contenus dans ce document ont été préparés dans un but exclusivement informatif et ne constituent pas une offre, ni un prospectus ou une invitation appelant à traiter, à acheter ou vendre un titre de placement quel qu'il soit ou à participer à une quelconque stratégie commerciale. Les investissements peuvent convenir à des investisseurs privés, à la condition qu'ils aient été recommandés par un conseiller reconnu, indépendant ou salarié, agissant pour le compte de l'investisseur, sur la base d'un contrat écrit. Si une attention particulière a été portée à la rédaction du présent document, son exactitude ou son exhaustivité ne peut faire l'objet d'aucune garantie ou déclaration, implicite ou explicite. Ni ING Investment Management, ni aucune autre compagnie ou entité appartenant au groupe ING, ni ses dirigeants, directeurs ou employés ne peuvent être tenus directement ou indirectement responsables des informations et/ou des recommandations, quelles qu'elles soient, contenues dans le présent document. L'information contenue dans le présent document ne devra jamais être considérée comme un conseil d'investissement individuel ou comme un avis juridique ou fiscal. Le présent document a été préparé, comme il se doit, avec toute l'attention et tous les soins requis. La présente information ne peut donner lieu à aucun droit. Pour l'obtention de conseils plus spécifiques, veuillez vous adresser à votre conseiller en placements. Aucune responsabilité, directe ou indirecte, n'est assumée relative à une perte éventuelle, subie ou encourue par des lecteurs ayant utilisé cette publication pour prendre des décisions. Les investissements sont soumis à des risques. Votre investissement peut augmenter ou diminuer et les résultats obtenus dans le passé ne sont pas indicatifs des résultats futurs et ne peuvent être, en aucun cas, considérés comme tels. Tous les produits et tous les titres de placement mentionnés dans le présent document comportent leurs propres risques et conditions générales, qui doivent être consultés individuellement par chaque investisseur, avant d'entamer une transaction quelconque. La présentation et les informations contenues dans ce document sont confidentielles et ne doivent pas être copiées, reproduites, distribuées ou transmises à qui que ce soit, sans l'approbation écrite préalable d'ING Investment Management France.