



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire
28 octobre 2019

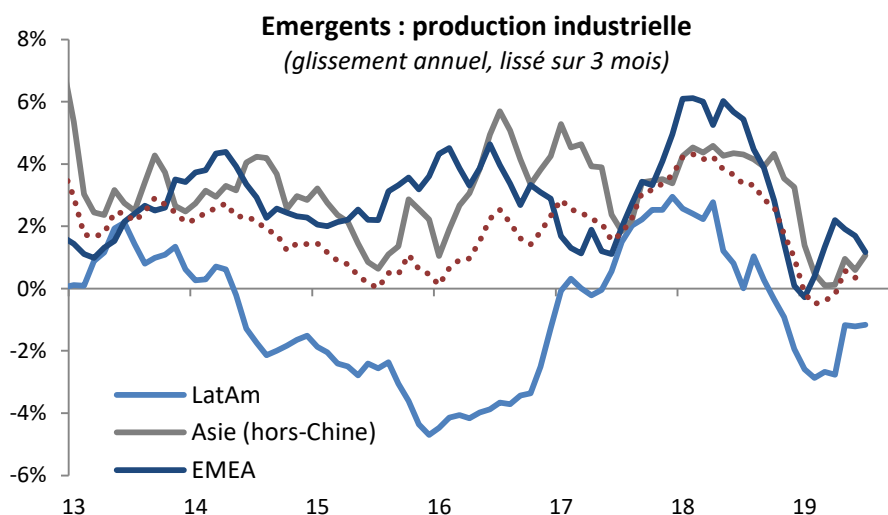
Surpondérer les actions émergentes ?

Nous pensons qu'il y a encore matière à surpondérer les actions émergentes pour les prochains mois. Bien évidemment, cette stratégie part de l'hypothèse d'un accord commercial sino-américain d'ici le sommet de l'APEC des 16/17 novembre (accord partiel et temporaire mais dont la visibilité sera tout de même de plusieurs trimestres).

Au-delà, 5 arguments fondent une telle stratégie :

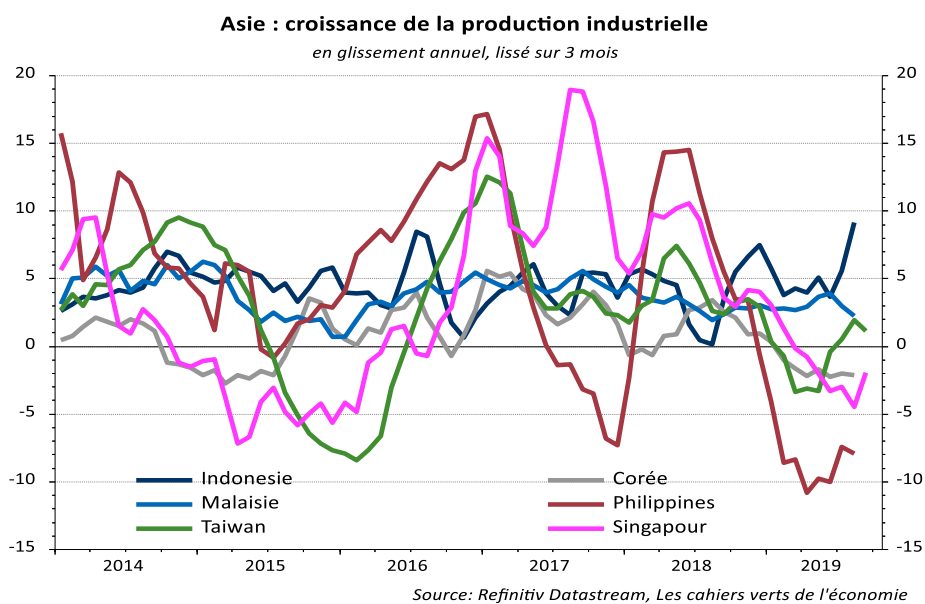
1/ Le momentum macro

On sait que le secteur manufacturier mondial donne quelques signes de stabilisation depuis 2 mois et que les économies émergentes ont un bêta élevé dans un tel contexte. La production industrielle dans les pays émergents s'est quelque peu reprise au cours des derniers mois, en particulier en Asie¹ (cf. graphes ci-dessous).

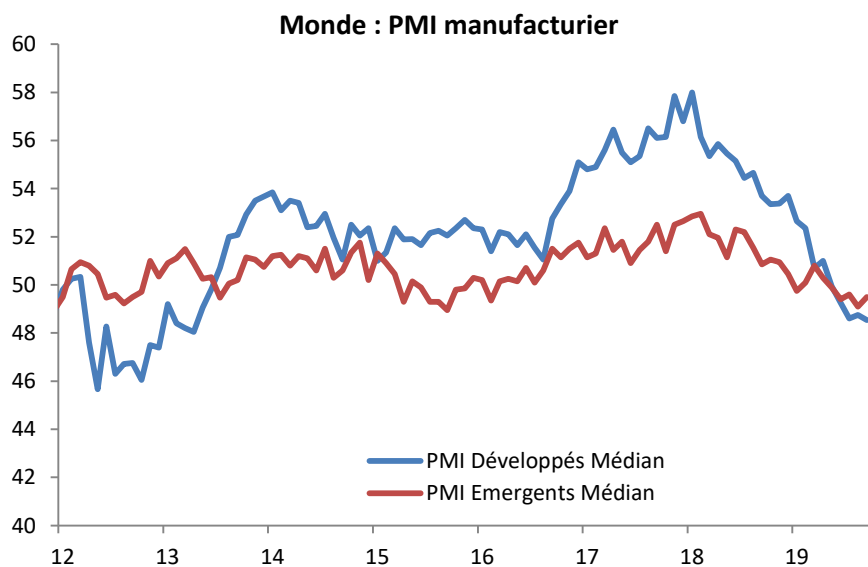


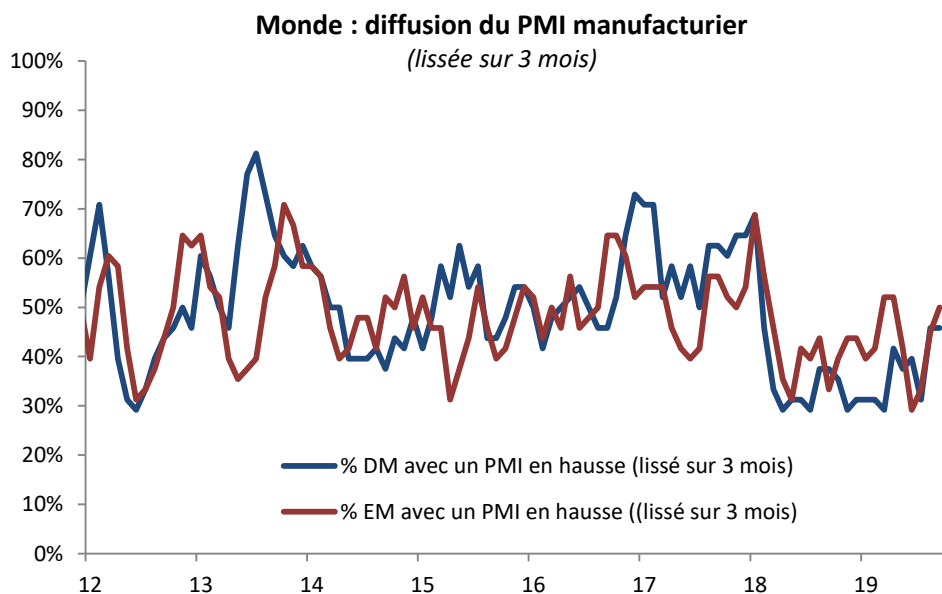
Source : Datastream, Les Cahiers Verts

¹ On rappelle que l'Asie compte pour 75% de l'indice MSCI Emerging markets (dont plus de 30% pour MSCI China).



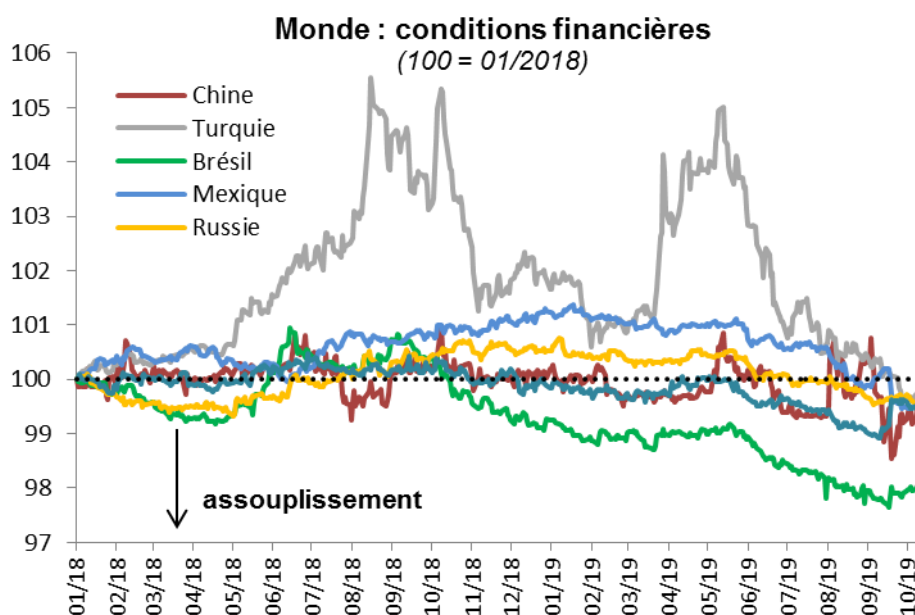
Ajoutons que le momentum relatif de PMI manufacturier est plus favorable dans les pays émergents que dans les pays riches, tant en termes de niveau que de diffusion (cf. graphes ci-dessous).





La durabilité d'un rebond s'appuiera aussi sur les mesures de politique économique interne. En termes de politique monétaire, l'assouplissement est quasi-généralisé depuis de nombreux mois, sous l'impulsion de la Fed. Cela est manifeste en Asie ; non seulement en Chine donc, mais également l'Inde (-85pb), la Corée (-25pb), les Philippines (-75pb), l'Indonésie (-75pb), la Thaïlande (-25pb)...

Les conditions macro-financières se sont sensiblement améliorées (cf. graph ci-dessous). Et nous pensons que la Fed n'a pas terminé le processus d'assouplissement, loin de là.

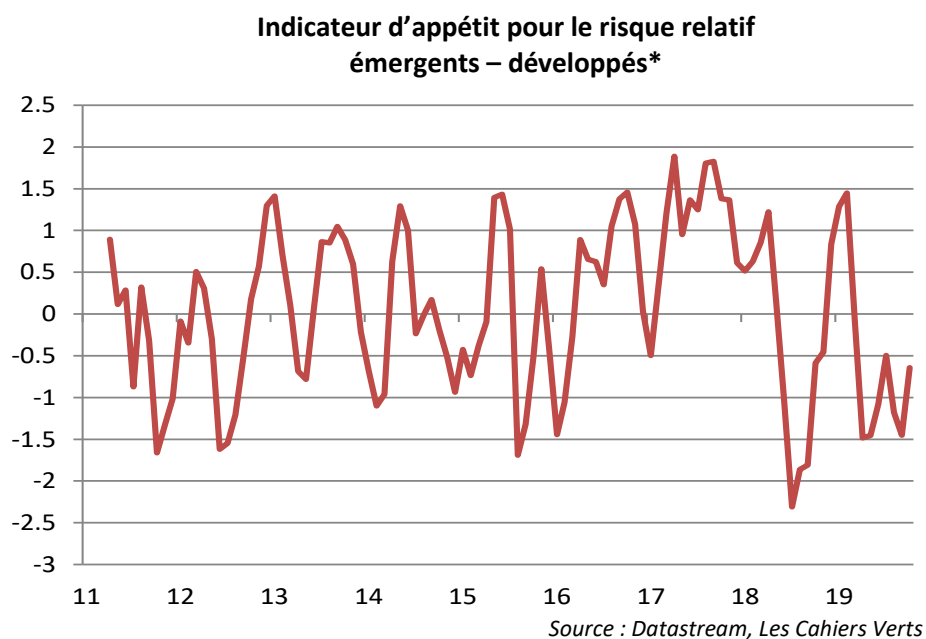


En termes budgétaires, il y a aussi une impulsion en Asie. Les autorités de Corée du Sud et d'Indonésie viennent ainsi d'annoncer des dépenses record l'année prochaine, tandis qu'à Hong Kong, une série de mesures de relance a été annoncée pour limiter la récession. La Thaïlande a approuvé des dépenses et des prêts de plus de 10 mds de dollars. Aux Philippines, le taux d'IS doit être réduit d'1pp tous les ans pendant 10 ans pour le ramener de 30 à 20%, tandis que l'Inde va abaisser assez nettement le taux d'IS (de l'ordre de 10pp, à 25%).

Au total, on peut tabler sur un (léger) élargissement de l'écart de croissance entre le monde émergent et le monde riche d'ici les prochains mois.

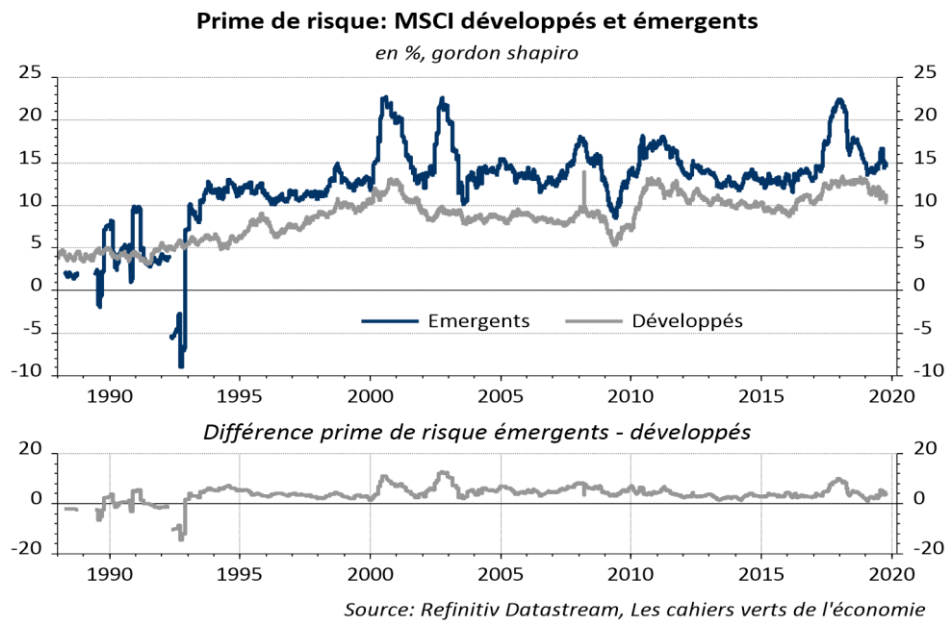
2/ Le sentiment de marché relatif

Notre indicateur d'appétit pour le risque relatif (émergent) qui atteignait des niveaux très faibles il y a 3 mois, s'est quelque peu redressé. Il reste néanmoins assez bas, à 0,5 écart-type en dessous de la moyenne (cf. graph ci-dessous) et à des niveaux bien plus réduits que ceux, excessifs, observés fin 2018 (1,5 écart-type au-dessus de la moyenne).



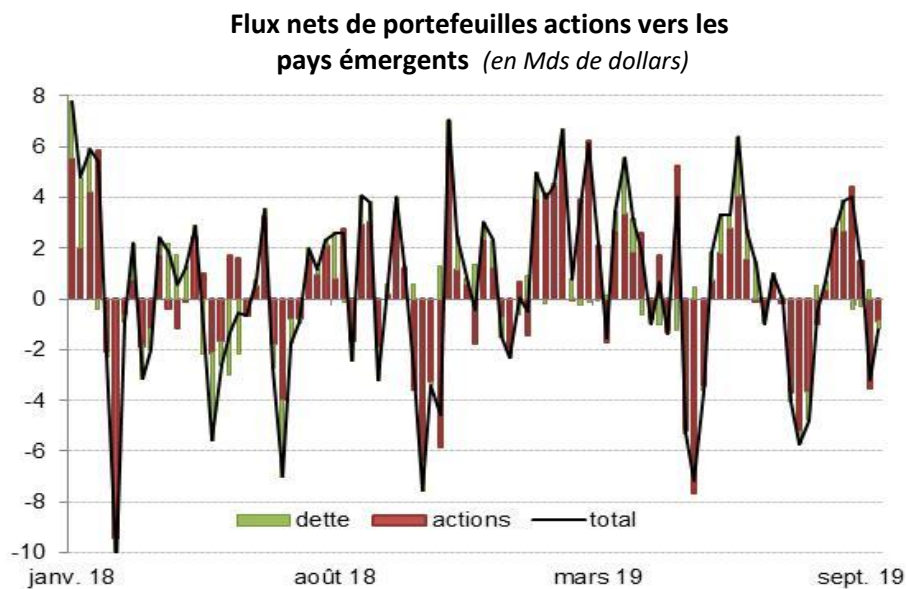
**Résidu de deux modèles de performances sur le MSCI développés et émergents basés sur les PMI, les surprises macroéconomiques, les taux réels américains*

De la même manière, la prime de risque des pays émergents, telle que calculée via un modèle de Gordon Shapiro a légèrement baissé depuis fin août 2019 mais reste non négligeable tant en absolu qu'en relatif (cf. graph ci-dessous).



3/ Le positionnement des investisseurs et les flux

Les fonds d'actions émergentes ont subi des retraits assez massifs depuis avril dernier, au contraire des obligations (cf. graph ci-dessous). La part des actions émergentes dans les mutual funds américains est de son côté largement sous la moyenne historique.

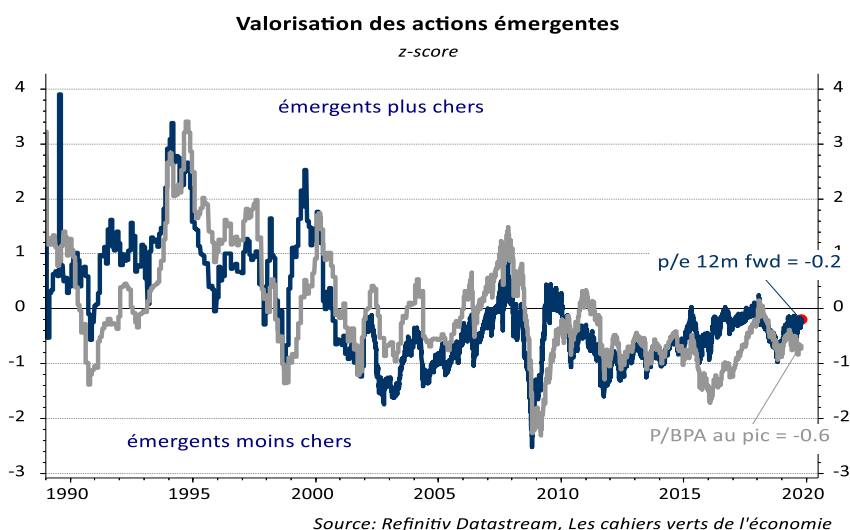


Source : IIF, Les Cahiers Verts

4/ Les valorisations

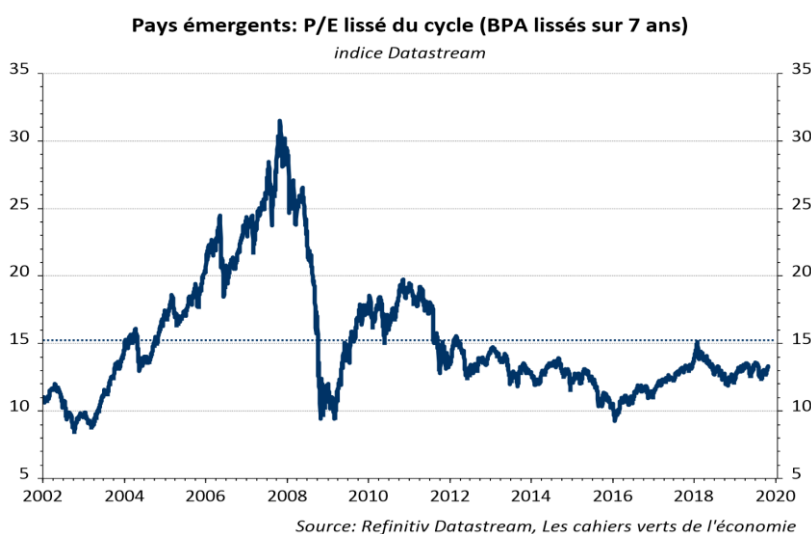
Malgré le rebond des marchés actions sur les derniers mois, les valorisations demeurent assez faibles en absolu.

Elles sont ainsi encore assez nettement en dessous de leur moyenne à 0,3 écart-type en dessous de la moyenne pour le p/e 12m fwd et 0,7 écart-type pour les P/BPA au pic (cf. graph ci-dessous).

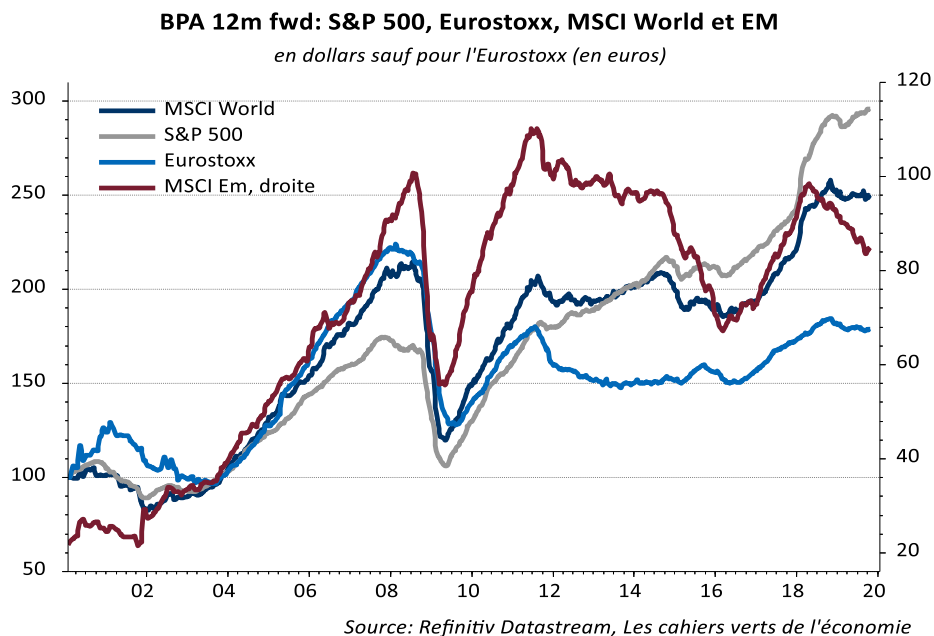


En outre, les valorisations relatives aux pays développés restent 5% en dessous de leur moyenne longue, ce qui n'est pas négligeable.

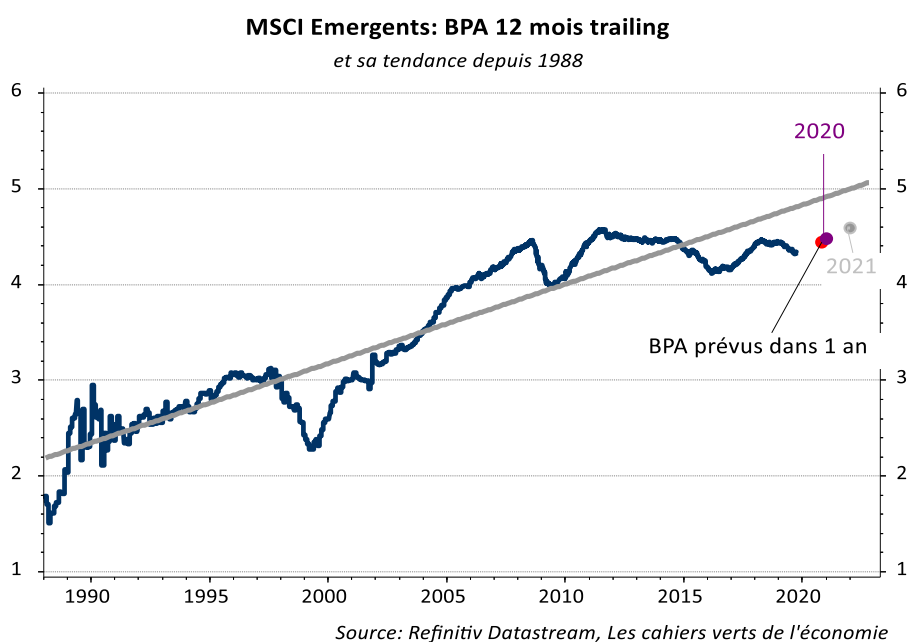
De même, le p/e lissé du cycle (sur 7 ans) ne ressort qu'à 13 pour le moment soit 15% en dessous de sa moyenne observée depuis 15 ans (cf. graph ci-dessous).



5/ La dynamique des BPA enfin. Elle a divergé de celle des pays développés (soutenus par les marchés américains) depuis le début 2018. A l'inverse, les BPA des pays émergents ont perdu 15% du pic au creux (cf. graph ci-dessous).



Ainsi, les BPA anticipés apparaissent largement en dessous de leur tendance longue, contrairement à ce que l'on pouvait observer de 2011 à 2014 (cf. graph ci-dessous).



Au total, nous sur pondérons les marchés actions émergents. Il est important de noter que cette stratégie peut aussi fonctionner malgré un environnement de marchés d'actifs risqués baissiers, comme ce fut lors le cas lors de la dernière grande correction de septembre-décembre 2018. Ici, les actions et devises émergentes ont en effet sur performé les marchés développés. Il faut simplement que la source de la correction soit en dehors du monde émergent.

Quels sont nos principaux choix en termes de pays ?

La Chine d'abord. Pourquoi ? Car, outre la perspective d'un accord commercial avec les USA, l'économie chinoise a déjà donné de nombreux signes de stabilisation conjoncturelle à la fin du 3^{ème} trimestre (PMI, immobilier, production et consommation d'électricité, ventes d'automobiles, importations de matières premières,...). De plus, la dynamique largement défavorable du momentum de révisions des BPA de ces derniers mois semble montrer des signes d'atténuation, avec un momentum de révisions un peu mieux orienté.

Au-delà, les valorisations des marchés actions demeurent très raisonnables actuellement à 10,7 de p/e 12m fwd tant par rapport à son historique (1% en dessous de la moyenne 10 ans contre 13% au-dessus il y a 6 mois) que vis-à-vis des autres marchés émergents. En outre, si l'appétit pour le risque chinois (basé sur le PMI et les surprises macroéconomiques) est plus élevé que par le passé, il reste très raisonnable pour le moment avec une légère baisse en octobre.

La Turquie ensuite. Le marché turc a chuté dans la période récente. Les BPA ont reculé sur la période (-5% sur les 3 derniers mois) et les valorisations se sont nettement contractées, reflétant les tensions géopolitiques turco-américaines en lien avec les attaques en Syrie.

Au-delà, certes les perspectives économiques demeurent, il est vrai, très floues, mais la lire a déjà bien baissé. Si les tensions politiques se stabilisent, cela devrait à minima permettre une réduction des pressions baissières sur les BPA. De leur côté, les valorisations apparaissent attractives en absolu et en relatif (6,3 de p/e 12m fwd soit 28% en dessous de la moyenne sur 10 ans), l'appétit pour le risque spécifique faible et le marché survendu.

Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie). Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.