

Le Bulletin Perspectives

→ La croissance par les émergents

Sommaire

Une dynamique cyclique très favorable à la zone émergente.	P. 1
La croissance : où et comment ?	P. 2
L'industrie est le premier secteur concerné.	P. 2
Le potentiel.	P. 3
Les secteurs de base	P. 3
Infrastructures et biens d'équipement.	P. 3
Les biens de consommation	P. 3
La technologie	P. 4
Les services	P. 4
Les types d'entreprises concernées.	P. 4
Conclusion	P. 4
Performances de nos fonds. .	P. 4

Le chiffre

+40%

Les pays émergents vont rapidement atteindre 40% du PIB mondial et connaissent une croissance trois fois plus rapide que la moyenne des pays développés.



Pierre Ciret
Economiste
Edmond de Rothschild
Asset Management

Comment l'investisseur peut-il tirer parti de la croissance qui se poursuit dans le monde émergent ? Pour de nombreuses raisons, cette croissance apparaît plus solide qu'à aucun moment, mais sa perception reste marquée par le passé. Longtemps réputés (non sans raison) comme plus risqués et vulnérables face aux difficultés financières, les pays émergents se sont profondément transformés au cours de la dernière décennie. Comptes extérieurs, endettement, finances publiques ont été assainis.

Par contraste, les pays développés sortent de la crise financière et de la récession avec des déficits et un endettement publics nettement alourdis par les plans de relance de l'activité. La nécessité (urgente dans certains cas) de s'engager dans le redressement de cette situation va peser sur les rythmes de croissance.

Dans le nouvel environnement des pays développés, beaucoup d'entreprises de cette zone ont fait des économies émergentes un élément central de leur stratégie. L'investisseur retiendra le potentiel que représentent les entreprises du monde développé bénéficiant de leurs exportations vers la zone émergente ou à travers leurs implantations directes dans la zone. Les sociétés qui ont su prendre de l'avance sont à privilégier non seulement parce qu'elles connaîtront une croissance plus rapide que les autres, mais parce qu'elles bénéficieront d'un avantage stratégique par rapport à leurs concurrents. Ces éléments sont également à l'arrière-plan des mouvements de restructuration des secteurs mondiaux qui se dessinent.

La sensibilité de plus en plus grande des sociétés des pays développés à la croissance de la zone émergente permet à l'investisseur de combiner l'investissement direct sur ces marchés, qui conserve tout son intérêt, et l'investissement indirect, à travers les entreprises de la zone développée, en particulier à travers les sociétés européennes. L'Europe offre une multitude de ces entreprises, grandes et moins grandes, dont l'horizon s'étend bien au-delà des frontières du continent et dont l'économie mondiale est devenue le vrai domaine.

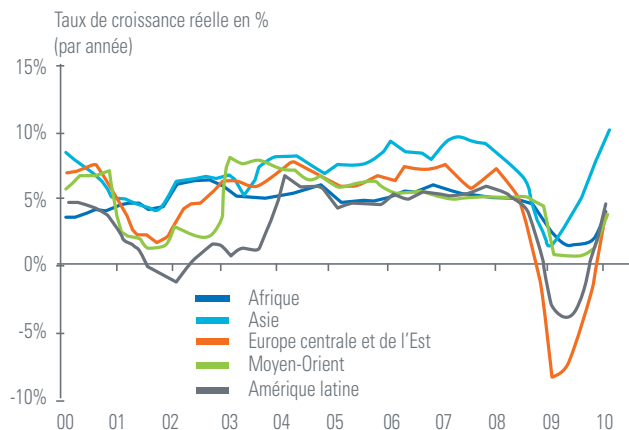
UNE DYNAMIQUE CYCLIQUE TRÈS FAVORABLE À LA ZONE ÉMERGENTE

Dans sa sortie de récession, l'économie mondiale doit beaucoup au dynamisme des économies émergentes. Bien qu'il soit difficile de l'évaluer précisément, il est venu appuyer de manière décisive les efforts de relance propres aux pays développés, et les effets positifs de la normalisation des conditions financières (spreads, liquidité, attitude des banques). Cette dernière n'est pas achevée et les circuits de financement ne sont pas encore revenus à leur fonctionnement normal, mais le système financier a quitté la période de crise pendant laquelle il a été paralysé. Au cours des dernières semaines, la crise de la dette souveraine d'une partie de l'Europe a, en retour, perturbé le marché des capitaux pour les entreprises, mais des différences essentielles séparent la situation actuelle de celle du début de la crise du crédit en juillet 2007.

En termes concrets, la croissance mondiale est estimée à 4% environ, tant par le Fonds

Monétaire International (4,2%) que par l'OCDE (4,6%). Ce chiffre suppose une croissance de la zone émergente de 6,3% en moyenne. La contribution de la Chine sera importante (10% selon le FMI), mais l'apport de pays comme l'Inde (8,8%) ou le Brésil (5,5% mais probablement à réviser) comptera également.

► CROISSANCE DU PIB PAR ZONES

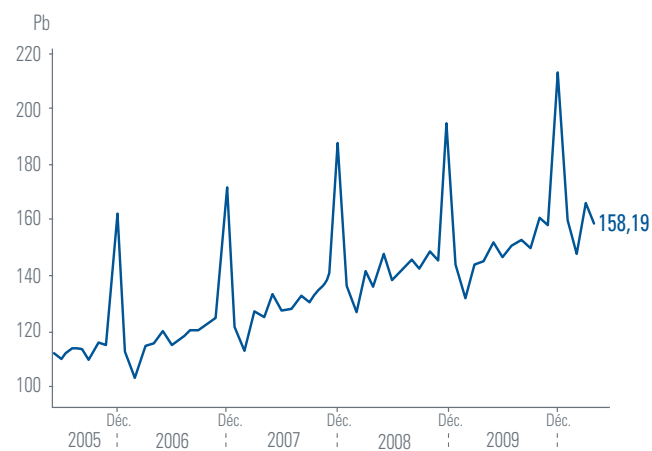


Sources : Haver, CEIC, IMF, UBS estimates

Le changement de modèle de croissance est une réalité dans la zone émergente.

A l'horizon 2011, le poids agrégé des économies émergentes devrait approcher, voire excéder, 40% du PIB mondial (sur une base nominale). Derrière l'appellation désormais familière mais un peu artificielle de BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine), bien d'autres pays en Europe orientale, Moyen-Orient, Asie, Afrique contribuent à l'expansion globale de la zone. Par ailleurs, les mécanismes de la croissance de ces économies reposent moins exclusivement sur les gains à l'exportation et s'appuient de manière grandissante sur l'investissement, la création d'emplois et, enfin, sur la consommation intérieure.

► BRÉSIL : VENTES DE DÉTAIL (DONNÉES EN VOLUME)



Source : Bloomberg

Les schémas sont différents selon les pays et les degrés de transition d'un modèle vers l'autre peuvent varier

considérablement d'une économie à l'autre. L'ensemble reste très hétérogène mais la tendance est partout la même. Cette diversification et cet élargissement des bases de la croissance globale sont une source de solidité mais, pays par pays, la croissance elle-même peut être source de tensions (coûts et prix) et provoquer des difficultés dans la définition et la gestion de la politique économique.

LA CROISSANCE : OÙ ET COMMENT ?

L'investisseur doit aujourd'hui reconnaître que, dans la zone développée, certaines sociétés ont su acquérir des positions privilégiées vis-à-vis de la zone émergente, et vont en accompagner la croissance dans la durée. Ces positions sont le résultat d'un long processus d'implantation (usines, réseaux commerciaux, services après-vente) et de connaissance d'un marché local, et ne sont pas aisément remises en cause. Une politique d'investissement doit prendre en compte cette métamorphose des secteurs industriels, mais aussi de ceux des services et des relais de croissance que ces entreprises peuvent y trouver.

La concurrence des entreprises des pays émergents va se renforcer, et c'est un argument supplémentaire pour que les entrepreneurs des pays développés accentuent leurs propres efforts. Portées par une taille qui est à la mesure de marchés comme celui de la Chine, de l'Inde ou du Brésil, et par leur croissance, les entreprises de la zone émergente sont de plus en plus nombreuses dans les classements mondiaux. Leur marché d'origine leur sert de base de départ pour se développer par croissance interne mais aussi par des opérations d'acquisitions, à l'extérieur de leurs frontières, en restant ou non dans la zone émergente. Toutefois, il ne suffit pas de dominer son marché intérieur, aussi important soit-il, pour réussir sa stratégie de développement à l'étranger. En Chine, Huawei (matériel de télécommunications) est l'exemple même de la réussite dans cette voie, mais le fabricant de PC Lenovo en illustre la difficulté.

L'INDUSTRIE EST LE PREMIER SECTEUR CONCERNÉ

Compte tenu de la phase actuelle de leur développement, l'industrie est au cœur de la croissance des économies émergentes. En effet, l'investissement matériel que représentent les infrastructures, l'urbanisation et les équipements collectifs entraîne l'expansion de la production d'acier, de métaux non-ferreux, de ciment, de verre et des secteurs de transformation de ces produits (de la chimie aux chantiers navals, en passant par le textile). Qu'il s'agisse de satisfaire les besoins locaux ou d'exporter, cette production est le fait d'entreprises locales, mais également, de manière croissante, d'entreprises étrangères qui sont encouragées à investir et à créer des emplois. D'ores et déjà, la Corée, Taïwan et Singapour ont montré une évolution de leurs secteurs industriels vers des produits élaborés, à haute valeur ajoutée. La Chine, le Brésil et d'autres encore suivent cet exemple.

LE POTENTIEL

Le stade actuel du développement des pays émergents et la croissance de la classe moyenne qu'on y constate, en font un marché vaste, diversifié et solvable. Traditionnellement importateurs de biens d'équipement, ils importent aussi désormais des biens de consommation. Ils fabriquent pour le marché intérieur et exportent vers d'autres pays émergents ou vers les pays développés.

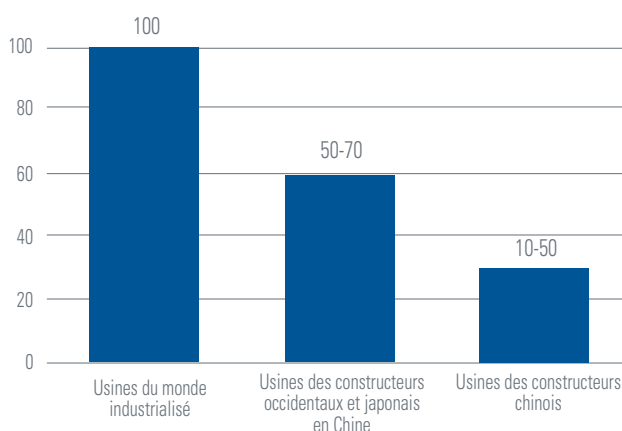
LES SECTEURS DE BASE

Exploitation minière, hydrocarbures, chimie de base, matériaux de construction sont les domaines où traditionnellement se côtoient sociétés locales et étrangères. Quelques grands noms locaux se sont imposés (Vale, Petrobras, Sinopec, Mittal, Sabc), cependant les grandes sociétés internationales originaires de la zone développée restent très présentes (BHP-Billiton, Xstrata, grandes pétrolières intégrées comme Royal Dutch-Shell ou Total, Lafarge).

INFRASTRUCTURES ET BIENS D'ÉQUIPEMENT

Le cycle de l'investissement en infrastructures a connu une interruption extrêmement brutale en 2008, mais une reprise est en cours, sous l'impulsion des programmes des gouvernements. Les commandes aux sociétés du secteur au Japon, en Allemagne et aux États-Unis en témoignent. Les besoins restent immenses et les moyens de les financer sont disponibles. La Russie a ainsi récemment sollicité l'Allemagne, un de ses principaux partenaires commerciaux, pour développer et améliorer ses équipements dans le domaine de l'énergie et du transport. Télécommunications (équipement), santé (matériel médical), transport de l'énergie / ingénierie pétrolière (Saipem, Technip), adduction et traitement de l'eau (Veolia), sont autant de marchés en plein développement.

INDUSTRIE AUTOMOBILE : DEGRÉ D'ÉQUIPEMENT EN ROBOTS DE SOUDURE DES LIGNES DE PRODUCTION



Source : Edmond de Rothschild Asset Management

L'industrialisation accélérée entraîne des besoins croissants en biens d'équipement. Des sociétés comme ABB, Siemens, Schneider, fabricants de machines-outils, bénéficient de l'expansion des capacités de production dans les économies

émergentes, mais aussi du souci d'améliorer la productivité des usines existantes.

LES BIENS DE CONSOMMATION

On ne fabrique pas les mêmes produits dans un pays émergent que dans un pays développé, néanmoins les marges opérationnelles peuvent être attrayantes, compte tenu des coûts directs et des volumes, et la croissance de la production est élevée. Les grands groupes internationaux de l'automobile, par exemple ont depuis quelques années renforcé leur présence dans l'ensemble de la zone émergente, dans l'anticipation d'une augmentation des niveaux de vie qui fait du secteur un secteur de masse.

La Chine est un bon exemple de cette situation, avec un marché automobile qui est devenu le premier mondial (13 millions de véhicules attendus cette année), et une croissance rapide : +26% sur un an au mois de mai et + 45% pour l'année 2009. Le véhicule moyen vendu en Chine n'a rien de commun avec son équivalent européen ou américain (taille, qualité, niveau d'équipement), mais la contribution aux bénéfices des constructeurs étrangers n'est plus marginale et elle croît vite. Volkswagen s'est implanté depuis longtemps, et sa part de marché atteint 25%. Les analystes estiment que la moitié des bénéfices de la société proviennent désormais de l'activité en Chine. Américains et Japonais ont également investi, et General Motors (avec 13,5% de part de marché) a été, par exemple, rentable en 2009. Tous se heurtent à une industrie locale déterminée à réussir et qui fait preuve d'ambition (achat de Volvo par Geely). La montée en puissance des volumes, une meilleure utilisation des capacités de production et les économies d'échelle vont dans le sens d'une progression de la rentabilité. Les secteurs associés à l'automobile (équipementiers, pneumaticiens, verriers, composants électroniques et mécaniques divers) ont été conduits aux mêmes choix ; beaucoup les ont faits depuis longtemps (accessoiristes japonais par exemple).

A une échelle moindre mais encore significative, le secteur automobile brésilien est à la fois un marché intérieur important (3,3 millions de véhicules, presque l'équivalent du marché allemand) et une base d'exportation vers le reste du continent latino-américain. Volkswagen a ici encore investi depuis longtemps et occupe (avec Fiat et GM) une position solide (20% environ de part de marché) sur un marché intérieur en fort développement. Pour sa part, le marché indien progresse actuellement à un rythme annuel de 34,5% en avril-mai (2,7 millions de véhicules, toutes catégories confondues) et le secteur a vu ses exportations croître de 60% sur un an.

Pour les grands groupes de biens de consommation (de l'alimentation aux cosmétiques), la logique stratégique d'une présence accrue dans les économies émergentes est aussi simple dans ses aspects financiers que dans sa nécessité concurrentielle. Les marchés de la zone développée sont des marchés où la croissance des produits non-durables est faible, et où l'augmentation des parts de marché est difficile et donc coûteuse. Nestlé, Unilever, Diageo ont montré la voie, mais l'exemple de Danone en Chine illustre bien les difficultés

possibles. Dans le cas des biens durables, les marchés sont avant tout des marchés de remplacement, à l'innovation technologique près. Aucune société ne peut ignorer cette réalité sans prendre un risque majeur à terme. Premier fabricant mondial, Michelin a ainsi récemment annoncé une accélération de ses plans d'expansion dans les pays émergents (1,7 milliard d'euros d'ici à 2012 en Inde et au Brésil notamment). Air Liquide, un pionnier dans son domaine en Asie, a fait de même avec des projets en Inde.

Une mention particulière doit être faite à l'industrie du luxe, où les marques de prestige (LVMH, Bulgari...) dominent largement et bénéficient d'une véritable exclusivité.

LA TECHNOLOGIE

Malgré la réussite d'une société comme Samsung en Corée, le secteur de l'électronique grand public des pays développés s'est maintenu, en recourant largement à la sous-traitance asiatique. Le secteur des PC a fait de même, cependant les assembleurs taiwanais (Acer, Asus, HTC) ont su évoluer vers les premières places en faisant preuve d'une innovation équivalente (et quelquefois supérieure) à celle des sociétés américaines, européennes ou japonaises dont elles étaient par ailleurs les fournisseurs. Toutefois, les sociétés asiatiques (hors Japon) restent tributaires des producteurs d'équipement de fabrication, généralement américains (Applied Materials), européens (ASML) ou encore japonais (Nikon, Canon) dans le cas des semi-conducteurs.

A un niveau plus global, et en dépit du succès incontestable de nombreuses sociétés issues des pays émergents (sous-traitance informatique en Inde), le domaine de la technologie reste dominé par les sociétés des pays développés dans le matériel professionnel et la conception informatique. Les Etats-Unis occupent toujours la première place, mais l'Europe dispose aussi de positions de premier plan (aéronautique et espace, pharmacie, technologie nucléaire, informatique).

LES SERVICES

Autant que pour les biens, la naissance d'une vraie classe moyenne et la hausse de son niveau de vie donnent du potentiel au secteur des services : banque / assurance, télécommunications, communications et médias, transport, santé, tourisme / hôtellerie, sont appelés à se développer de manière soutenue.

La présence des banques européennes ou américaines dans les économies émergentes s'est affirmée depuis longtemps.

L'expansion des grandes banques espagnoles (BBVA, Santander) en Amérique latine est un des meilleurs exemples de ce type de croissance et des avantages concurrentiels qu'il peut apporter. L'Asie représente, elle aussi, un domaine de développement rapide pour certaines banques (HSBC, Standard Chartered).

La publicité constitue un bon exemple des services appelés à jouer un rôle croissant, en lien direct avec l'évolution de la consommation. Une société comme Publicis a su depuis quelques années constituer et renforcer des pôles opérationnels dans les pays émergents, soutenant ainsi une croissance qui en fait (grâce aussi à des acquisitions) la troisième agence mondiale.

LES TYPES D'ENTREPRISES CONCERNÉES

La nécessité de pouvoir mobiliser des ressources importantes (au moins autant techniques que financières ou humaines) fait le jeu des grandes entreprises, mais, selon les secteurs, les entreprises moyennes ne sont pas exclues de ce phénomène, et certaines sociétés l'ont montré : Bekaert (Belgique), Faiveley et SEB en Chine, Vallourec et OHL (Espagne) en Amérique latine, Rhodia au Brésil (et en réalisant tout récemment une acquisition en Chine).

CONCLUSION

La croissance va rester un thème central et un critère essentiel des investisseurs. La sélection des valeurs devra désormais prendre en compte le fait que la source des bénéfices et de leur croissance va devenir de plus en plus dépendante des pays émergents. Au-delà du débat classique entre marchés boursiers développés et leurs équivalents émergents, s'arrêter à la place de cotation aura de moins de moins de sens.

Performance de nos fonds sur un an glissant :

Du 30/06/2009
au 30/06/2010

Saint-Honoré Brésil	40,11%
MSCI Brazil 10-40 (EUR)	42,41%
Saint-Honoré Inde	54,41%
MSCI India (EUR)	49,10%

Source : Edmond de Rothschild Asset Management. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Risques potentiels d'investissement :

Saint-Honoré Brésil : risque de perte en capital, risque de gestion discrétionnaire, risque actions, risque lié à l'utilisation des instruments financiers à terme, risque de contrepartie, risque lié aux marchés émergents, risque de change et risque de taux et de crédit.

Saint-Honoré Inde : risque de perte en capital, risque de gestion discrétionnaire, risque actions, risque d'effet de levier, risque de marché, risque lié à l'investissement dans le sous-continent indien, risque de liquidité, risque de change et risque de taux et de crédit.

05/07/2010. Avertissement : les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans cette présentation reflètent le sentiment du Groupe Edmond de Rothschild et de ses filiales sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie du Groupe Edmond de Rothschild ou de ses filiales. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque OPCVM et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. A cet effet, il devra prendre connaissance du prospectus simplifié de chaque OPCVM remis avant toute souscription et disponible sur simple demande au siège social de Edmond de Rothschild Asset Management ou sur le site www.edram.fr. Les données contenues dans cette fiche ne sont ni contractuelles, ni certifiées par les commissaires aux comptes. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.