



Avril 2012

Emerging Equity Markets Monthly

Introduction

Les actions des marchés émergents continuent à afficher des performances inégales. La reprise mondiale vulnérable, la crise actuelle de l'euro, la faible probabilité de nouvelles injections de liquidités par la BCE ou la Fed à court terme et l'accroissement des craintes des marchés relatives à la croissance chinoise expliquent pourquoi les marchés émergents ont moins bien performé que les marchés développés au cours de ces derniers mois.

Nous pensons toujours que la Chine joue un rôle majeur pour les perspectives des actions émergentes. Si la croissance chinoise continue à surprendre dans le sens négatif, les marchés émergents auront du mal à bien performer. Au cours des dix dernières années, la Chine a été le principal moteur de croissance de l'ensemble du monde émergent. Eu égard à la fragilité du monde développé, la dépendance des marchés émergents vis-à-vis de la Chine demeure élevée.

Il y a deux semaines, nous nous sommes rendus en Chine afin d'actualiser notre opinion sur l'économie et les perspectives de croissance du pays. Notre principale conclusion est que le ralentissement chinois devrait se poursuivre car la priorité immédiate des pouvoirs publics est d'empêcher que de nouveaux déséquilibres se développent au sein du secteur financier. Des mesures de stimulation agressives sont par conséquent improbables au cours des prochains trimestres. La croissance du PIB devrait dès lors se rapprocher de 7,5%, voire 7% d'ici la fin de l'année. Parallèlement, le risque d'un hard landing de l'économie chinoise diminue car le gouvernement s'efforce de contrôler l'endettement et la vulnérabilité financière en général et a abandonné sa politique de maximisation de la croissance.

Dans la publication de ce mois, nous présentons les conclusions de notre voyage en Chine. Nous résumons également les enseignements de notre visite en Indonésie. Ce pays reste l'un de nos marchés d'actions favoris au sein des marchés émergents en raison de la solide croissance de sa demande intérieure et de la faible ampleur de ses déséquilibres économiques.

Introduction	1
Chine : croissance plus modérée avec un risque de hard landing plus faible	2
Indonésie : le dérapage de la politique n'affecte pas les perspectives de croissance à court terme	3
Conclusion	5

Maarten-Jan
Bakkum

Chine : croissance plus modérée avec un risque de hard landing plus faible

Il y a deux semaines, nous avons passé trois jours à Pékin et y avons rencontré des responsables du planning économique, de la politique fiscale, de la politique monétaire, des investissements en infrastructure, du logement social et de la réglementation des banques, ainsi que des professeurs d'université dans le domaine de la politique du logement, du développement rural et des finances publiques. Nous avons également passé deux jours dans la province de Zhejiang, où nous nous sommes entretenus avec un groupe de petits entrepreneurs privés et les responsables du bureau provincial des PME, d'une société de services financiers spécialisée dans le financement des PME, d'une entreprise textile et de deux sociétés de promotion immobilière.

Nous avons confronté nos idées existantes à la réalité et avons tiré de nouveaux enseignements de notre visite. Nous sommes revenus convaincus que la Chine enregistrera probablement un ralentissement supérieur aux attentes du consensus, tandis que le risque d'un hard landing de l'économie chinoise est pour sa part inférieur aux craintes initiales. Nos principales conclusions peuvent être résumées en cinq points :

1. Le ralentissement se poursuit. Les investissements immobiliers et en infrastructure continuent à avoir un impact négatif sur la croissance du PIB.

La croissance des investissements en actifs fixes a été le principal moteur de croissance de la Chine au cours des deux dernières décennies. C'est également le pan de l'économie qui a le plus profité des énormes mesures de stimulation des années 2008-2009. Après le resserrement du crédit et de la réglementation par les pouvoirs publics pour que le logement reste abordable et que les gouvernements locaux ne s'endettent pas trop, la croissance des investissements, tant dans l'immobilier qu'en infrastructure, a désormais atteint son niveau le plus faible depuis des années. La croissance des investissements en infrastructure est redescendue à 4% en mars, avec une croissance négative des investissements ferroviaires et en nouvelles routes. La croissance de la construction immobilière s'est pour sa part élevée à -4% en mars.

Nos interlocuteurs actifs dans le secteur immobilier et des infrastructures ainsi que dans les banques finançant ces activités nous ont appris que la plupart des investissements actuels sont liés à des projets entamés en 2010 et 2011. Très peu de nouveaux projets sont mis en chantier. Le secteur immobilier, qui génère 15% du PIB, semble particulièrement morose. Les PME du secteur immobilier et de la construction que nous avons rencontrées étaient franchement négatives en ce qui concerne les perspectives de leur secteur. Le crédit est rare et cher et les incertitudes relatives à la réglementation et aux perspectives de la demande maintiennent l'appétit des promoteurs pour le risque à un faible niveau. Plusieurs entrepreneurs rencontrés nous ont dit qu'ils avaient commencé à rediriger leurs activités et leur capital vers d'autres secteurs.

2. La solide consommation des ménages est soutenue par les mesures de stimulation des pouvoirs publics, mais le potentiel de hausse de la consommation est limité à court/moyen terme.

Depuis plusieurs années, les autorités chinoises sont claires en ce qui concerne leur volonté de rééquilibrer l'économie en la redirigeant des investissements et des exportations vers la consommation des ménages. Récemment, on a observé de nouvelles initiatives des pouvoirs publics, comme une diminution des taxes à l'importation et des déductions fiscales pour les segments de la population à faibles revenus et il a été question d'une diminution des taxes sur les articles de luxe. Parallèlement, les autorités s'efforcent de développer un filet de sécurité sociale via des investissements dans les soins de santé, les pensions, le logement social et le développement rural.



À long terme, tout ceci devrait contribuer à une croissance plus élevée et durable de la consommation des ménages. À court/moyen terme, nous estimons cependant que le potentiel de croissance est limité. Tout d'abord, la consommation privée se situe déjà à un niveau élevé : la croissance des ventes de détail s'élève actuellement à 16% et évolue depuis quelques années dans le sillage de la croissance du revenu disponible (voir graphique ci-dessus). Deuxièmement, la consommation privée est beaucoup plus difficile à stimuler par des mesures des autorités que les investissements fixes. La décision du consommateur d'épargner ou de dépenser dépend de beaucoup plus de facteurs qu'uniquement des stimulants fiscaux ou des investissements publics à long terme dans les pensions ou les soins de santé. On ne peut donc s'attendre à des résultats rapides. Ceci est l'une des principales raisons nous incitant à penser que la croissance du PIB ralentira encore au cours des prochains trimestres. La consommation privée sera probablement incapable de compenser la faiblesse des exportations et des investissements fixes.

3. L'économie digère toujours la politique de stimulation agressive de 2008-2009.

À partir du quatrième trimestre de 2008, après l'effondrement de Lehman, les autorités chinoises ont organisé l'assouplissement le plus marqué des temps modernes. La croissance des crédits est passée de 14% à 34% en l'espace de six mois (voir graphique ci-dessous). Ceci a généré une

rapide reprise en 2009 et 2010, grâce surtout aux investissements en infrastructure.



Quelques années plus tard, l'économie tente toujours de trouver un nouvel équilibre. La demande de main-d'œuvre et de matières premières a été exceptionnellement élevée pendant une période prolongée. Ceci a propulsé la croissance salariale et l'inflation à la hausse. La forte augmentation des nouveaux crédits, particulièrement au niveau des gouvernements locaux, a mis le système financier sous pression, ce qui a résulté en un profil de risque plus élevé des banques et a provoqué une nette détérioration des comptes des provinces et des villes.

En raison de la faible transparence des bilans des banques et des finances publiques, on ignore l'ampleur exacte des déséquilibres actuels. Il ressort toutefois de nos rencontres avec le ministère des Finances, la banque centrale et les autorités de tutelle des banques que les autorités sont très préoccupées par l'endettement public et les bilans des banques. La priorité de leur politique est de corriger les déséquilibres créés après la débâcle de Lehman. C'est une des raisons qui nous incitent à penser qu'il n'y a guère de potentiel de surprises positives en matière de croissance au cours des prochains trimestres.

Lors de notre visite au ministère des Transports ferroviaires, nous avons été quelque peu surpris d'entendre que près d'un an après le grave accident de train à grande vitesse de Zhejiang, une grande partie des investissements planifiés sont toujours retardés par l'accident. L'objectif de 2011 en matière d'investissements dans les transports ferroviaires n'a été rencontré qu'à 50% et cette année, l'accent est mis sur les projets existants. Quelques nouveaux projets seulement ont été entamés. L'accident dramatique de l'année dernière, ainsi qu'un grand nombre de scandales et d'incidents de sécurité moins importants sont considérés comme le résultat d'un planning trop ambitieux et de délais de construction trop serrés. Les autorités ont été vivement critiquées pour ces excès de la politique de stimulation postérieure à la chute de Lehman. Actuellement, les nouveaux investissements en infrastructure sont planifiés et réalisés avec beaucoup plus de prudence. Ceci devrait maintenir la croissance des investissements en infrastructure largement sous la moyenne de plus de 20% de la décennie écoulée. La possibilité d'utiliser les investissements en infrastructure comme un moteur de croissance en période difficile a diminué considérablement.

4. Accent mis par les autorités sur la prévention des investissements excessifs et la réduction des déséquilibres. La maximisation de la croissance n'est plus une priorité.

Au cours des décennies écoulées, y compris les dernières années, les autorités chinoises se sont toujours concentrées sur la maximisation de la croissance. Leur but était de faciliter et stimuler la croissance autant que possible. Cette approche a changé au cours de ces derniers trimestres. L'accent est désormais mis sur les risques, sur les déséquilibres du système financier, causés par l'excès de crédits des banques et les investissements excessifs. C'est ce qui est ressorti de nos entretiens avec le bureau du plan national et les autorités de tutelle des banques.

Dans les milieux gouvernementaux, il semble y avoir une bonne compréhension des risques qui se sont accumulés dans le système financier chinois après de nombreuses années d'investissement excessifs. Un bon exemple est le contrôle serré que le gouvernement central exerce sur les finances des gouvernements locaux. Les provinces sont désormais autorisées à émettre leurs propres obligations, mais les rentrées doivent être utilisées pour rembourser les dettes existantes des anciens véhicules de financement provinciaux. Pour leurs nouveaux projets d'investissement, les autorités locales ont besoin de l'approbation explicite du gouvernement central de Pékin.

La réglementation de l'ensemble du système bancaire a également été renforcée. Les autorités veulent un ratio crédits/dépôts inférieur au niveau actuel de 68%. Elles exigent aussi que les banques effectuent davantage de provisions pour faire face aux déclin conjoncturels. Ceci reflète une approche beaucoup plus prudente du système bancaire que ce que l'on pourrait attendre en examinant les taux officiels de prêts non performants de moins de 1%. Soit les taux de prêts non performants sont donc sous-estimés, soit le régulateur s'attend à une nette détérioration au cours des prochaines années. Il y a probablement un peu de vérité dans les deux suppositions. En tout cas, une hausse des provisions implique une plus petite marge de manœuvre pour accroître les crédits bancaires.

Cette approche est conforme aux commentaires de plusieurs responsables politiques selon lesquels le gouvernement veut éviter une hausse de l'endettement dans le système. Actuellement, la dette totale en proportion du PIB (dette publique, des gouvernements locaux et du secteur privé) est estimée à 230%. Depuis 2008, ce chiffre a augmenté de 30 points de pourcentage. Les autorités veulent maintenant plafonner la dette. Ceci est susceptible de réduire la probabilité d'une crise de la dette dans le futur, mais à court/moyen terme, cela signifie que la croissance du crédit ne dispose pas de marge d'accélération.

5. Principaux risques : demande européenne et dette des gouvernements locaux

Les craintes des investisseurs mondiaux d'un hard landing en Chine se fondent généralement sur les risques du système bancaire et la bulle immobilière. En Chine, on considère – du

moins les officiels, professeurs d'université et entrepreneurs que nous avons rencontrés – que les principaux risques proviennent de l'Europe et de l'important endettement des gouvernements locaux chinois.

Alors que le gouvernement central s'est attelé à remédier à ce dernier risque, le premier est hors de contrôle des autorités chinoises. Ces derniers mois, la croissance des exportations vers l'Europe a été négative, alors que la perception générale en Chine est que la crise de la zone euro va encore s'intensifier au cours des prochains trimestres et des prochaines années. L'Union européenne est la principale destination pour les exportations chinoises, elle représente 20% des exportations totales. Alors que la croissance des investissements en actifs fixes est sous pression en raison du ralentissement des investissements immobiliers et en infrastructure, les perspectives de croissance de la Chine seraient particulièrement vulnérables dans un scénario d'escalade de la crise en Europe.

Le système bancaire a déjà dû digérer les pressions croissantes sur les promoteurs immobiliers, qui avaient contracté de nombreux prêts au cours de ces dernières années. Des problèmes des débiteurs dans l'important secteur des exportations accroîtraient encore les pressions sur l'ensemble du système financier. Nos rencontres avec des PME axées sur l'exportation de la province de Hangzhou nous ont appris que les craintes liées à l'Europe sont considérables. Plusieurs entreprises nous ont dit qu'elles avaient enregistré une baisse dramatique des nouvelles commandes de l'Europe et qu'elles refusaient de plus en plus de commandes en raison de doutes relatifs au paiement. Le taux de change constitue un problème supplémentaire pour ces sociétés. Les marges bénéficiaires sont faibles dans le secteur des exportations et une légère dépréciation de l'euro par rapport au yuan peut effacer tous les bénéfices.

Le principal souci en ce qui concerne la dette des gouvernements locaux est le manque de transparence. Personne ne connaît exactement l'ampleur du problème. Selon les estimations, les autorités locales ont accumulé en 2008 et 2009 l'équivalent de 25% du PIB en nouvelles dettes afin de financer des projets immobiliers et d'infrastructure. Un autre problème est qu'au cours de ces dernières années, les budgets des gouvernements locaux ont largement compté sur les ventes de terrains. Alors que le secteur immobilier privé ralentit désormais en raison de la réglementation plus stricte imposée par Pékin, les finances déjà fragiles des gouvernements locaux sont de plus en plus sous pression.

Le gouvernement central incite maintenant les autorités locales à convertir leurs dettes existantes en obligations. Ceci devrait accroître la transparence et faciliter le contrôle des finances des gouvernements locaux par Pékin. Les dépenses des gouvernements locaux sont d'autre part suivies de près par les autorités centrales.

Réduire le risque d'une croissance rapide de la dette des gouvernements locaux est l'une des principales préoccupations des autorités de Pékin. Ceci signifie que le risque d'une crise financière provoquée par les finances des

gouvernements locaux diminue. Ceci constitue également une autre indication que la réduction des déséquilibres est actuellement la priorité absolue des autorités. Si nécessaire, ces dernières laisseront la croissance diminuer encore davantage.

Indonésie : le dérapage de la politique n'affecte pas les perspectives de croissance immédiates

Alors que la Chine donne actuellement la priorité à la réduction des déséquilibres et laisse la croissance ralentir, l'Indonésie fait le contraire. Après dix années d'ajustements macroéconomiques, qui ont entraîné une nette amélioration du ratio de la dette publique, de la situation budgétaire, des comptes externes et du système bancaire, le gouvernement indonésien semble considérer que la stabilité macroéconomique est acquise. Une politique monétaire non conventionnelle (similaire à l'approche des banques centrales de la Turquie et du Brésil) et des choix politiques plus populistes semblent indiquer que les autorités s'efforcent maintenant essentiellement de stimuler la croissance économique.

Lorsque nous étions à Jakarta, le parlement venait de bloquer une proposition visant à relever le prix subventionné du carburant. Actuellement, le coût total des subventions représente plus de 25% du budget du gouvernement. Ce niveau très élevé, sans équivalent dans le monde émergent, limite les possibilités des autorités d'investir dans l'infrastructure, la formation et la lutte contre la pauvreté. Le mauvais état de l'infrastructure indonésienne, après plus d'une décennie de sous-investissement, explique pourquoi la compétitivité de l'Indonésie est inférieure à la moyenne asiatique. Le maintien des subventions pour le carburant implique que la marge pour les nouveaux projets d'investissements publics sera limitée. Ceci signifie aussi que le potentiel de croissance de l'Indonésie ne peut dépasser notre estimation actuelle de 6%.

En dépit du manque de réformes, la tendance de la croissance est positive. La consommation des ménages est particulièrement solide. Le consommateur profite en effet du maintien des taux d'intérêt à un niveau inférieur à ce que l'inflation justifie et du maintien des subventions pour le carburant et l'électricité. Les principales raisons de la vigueur de la consommation des ménages sont toutefois la forte croissance salariale et la faible pénétration des crédits. La croissance de la consommation indonésienne devrait dès lors rester solide au cours des prochaines années car le potentiel de hausse est élevé.



De même, la croissance des investissements en actifs fixes est robuste en dépit de l'absence de réformes budgétaires. Bien qu'ils soient toujours insuffisants, les investissements en infrastructure n'ont cessé d'augmenter au cours de ces dernières années. Ceci est clairement visible à Jakarta, où nous avons vu davantage de routes en construction que lors de nos précédentes visites. Par ailleurs, les investissements étrangers directs se redressent, car les sociétés manufacturières étrangères sont de plus en plus intéressées par l'important marché formé par les 250 millions d'Indonésiens (voir graphique ci-dessus). Les entreprises japonaises et coréennes ont particulièrement accru leurs investissements en Indonésie au cours de ces dernières années.

Grâce à la tendance positive de la croissance, soutenue par la solide croissance salariale, la croissance élevée et durable des crédits et l'augmentation des investissements étrangers directs, nous pensons que l'économie indonésienne est en mesure de faire face à quelques erreurs en matière de politique économique. Nous n'apprécions pas le manque de réformes et les choix plus populistes qui limitent le potentiel de croissance. Parallèlement, la politique économique actuelle soutient clairement la consommation des ménages. Au sein du monde émergent, il y a peu de pays affichant de meilleures perspectives pour la croissance de leur demande intérieure, du moins à moyen terme.

Conclusion

La Chine, ainsi que l'Indonésie, font partie des économies affichant la croissance la plus rapide au monde. Ces deux pays sont essentiellement soutenus par la croissance de leur demande domestique. En Chine, la croissance des investissements en actifs fixes a constitué le moteur de la croissance durant la décennie écoulée. Les autorités tentent désormais de rééquilibrer l'économie en favorisant la consommation privée. En Indonésie, la consommation privée est la principale force motrice de la croissance. La croissance des investissements en actifs fixes s'est améliorée au cours de ces dernières années, mais demeure inférieure au potentiel en raison du manque de réformes structurelles.

Nous pensons que la croissance chinoise va encore ralentir au cours des prochaines années car les autorités mettent davantage l'accent sur une croissance durable et sur la réduction des importants déséquilibres au sein de l'économie et du système financier. Les attentes du marché en ce qui concerne la croissance chinoise sont, selon nous, toujours

trop optimistes, mais les craintes d'un hard landing sont également excessives. Le marché des actions chinoises ne fait pas partie de nos investissements préférés. Des déceptions en matière de croissance et un assouplissement de la politique économique inférieur aux attentes nous incitent à rester à l'écart de ce marché.

L'Indonésie demeure en revanche l'un de nos marchés favoris. Nous n'apprécions pas la politique monétaire expérimentale et les dernières décisions plus populistes. Toutefois, la tendance de la croissance est solide et les déséquilibres macroéconomiques sont limités. Le pays dispose d'un large potentiel de croissance et la tendance de la croissance devrait rester favorable grâce à la politique actuelle favorisant celle-ci. Le marché des actions devrait continuer à profiter de ces facteurs.

Maarten-Jan Bakkum
Stratégiste Actions Marchés Emergents
La Haye, 18 avril 2012

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, une invitation ou une recommandation personnalisée appelant à traiter, à acheter ou vendre un produit d'investissement quel qu'il soit ou à participer à une quelconque stratégie d'investissement. 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 comprenant une recommandation d'investissement personnalisée 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 investissement. Aucune responsabilité, directe ou indirecte, n'est assumée s'agissant d'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 instruments financiers mentionnés dans le présent document comportent leurs propres risques et sont régis par une documentation contractuelle spécifique. Chaque investisseur doit prendre connaissance de cette documentation et plus particulièrement au sein de cette documentation de la description des risques attachés à l'investissement, avant de conclure 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.