

Le Bulletin Perspectives

→ Économies émergentes, nouveaux aspects de la dynamique de croissance



Sommaire

Exportations et croissance :
la mutation est en cours P. 2

Les matières premières :
un rôle ambigu P. 3

Les risques du scénario P. 3

*Les dangers de politiques
monétaires trop restrictives P. 3*

*Le débat sur le découplage :
contagion ? P. 4*

Conclusion P. 4

Notre proposition de fonds :
Edmond de Rothschild Global
Emerging P. 4

Le chiffre

+9,0%

La Chine a enregistré une
croissance de 9,0% à fin août
2011.

Source : Citi Asia Economics



Pierre Ciret
Economiste
Edmond de Rothschild
Asset Management

Tandis que les pays développés traversent une période incertaine en raison de la crise de la dette souveraine, les économies de la zone émergente continuent à connaître une forte croissance. Les tensions récentes sur les prix sont une difficulté pour les autorités mais les mécanismes

de la croissance restent intacts. De plus, à côté des sources traditionnelles et désormais bien connues de cette croissance se mettent en place deux transitions qui les confortent et les renforcent. La première concerne le modèle de développement tandis que la seconde concerne les échanges commerciaux.

Ce qui se dessine derrière le modèle en place : l'investissement domine encore mais la consommation interne constituera le cœur de la dynamique de la prochaine étape.

L'investissement a été et reste le facteur principal du décollage initial d'une économie. Investissements des entreprises étrangères, projets d'infrastructures des institutions internationales, exploitation de gisements miniers et de ressources naturelles, capacités industrielles destinées au marché local ou à l'exportation dominent l'essor de départ de l'économie. L'Asie et l'Amérique du Sud ont montré à quel point les modèles pouvaient être divers, selon les ressources et les modes d'organisation locaux, et c'est au tour de l'Afrique de montrer que, aujourd'hui encore, les investissements jouent dans tous les cas un rôle primordial. Selon la CNUCED, les pays émergents ont reçu en 2010 53% des flux directs

d'investissements (FDI) de 1,1 trillion de dollars et le chiffre atteint 60% pour ceux qui proviennent du Japon.

A travers l'emploi, les investissements de départ ont permis de générer l'embryon de la demande interne. La croissance ultérieure de la production vient soutenir celle de la distribution de revenu et, par extension, les dépenses des consommateurs. Toutefois, dans la phase récente, le poids de la consommation dans le PIB est encore trop faible (construction résidentielle incluse, elle dépasse rarement 40%) face à celui de l'investissement. Le rythme de progression rapide de ce dernier lui conserve son rang de principal facteur de croissance. L'exemple indonésien éclaire ce schéma avec, pour le deuxième trimestre de cette année, une hausse de 9,2% de l'investissement (en variation annuelle) et de 4,6% pour les dépenses de consommation (la croissance globale a été de 6,5%). La Chine connaît la même situation : malgré sa forte croissance, la contribution de la consommation à la croissance d'ensemble est encore trop modeste du fait du poids de l'investissement (la Chine est la deuxième destination des FDI).

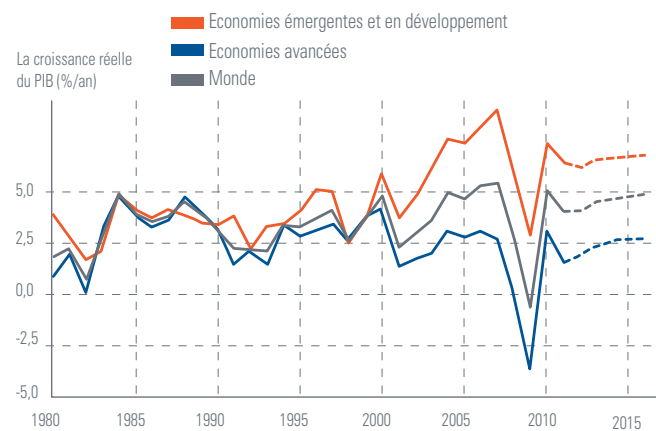
Dans la phase qui s'ouvre, les gains de productivité se traduisent par l'expansion du revenu moyen. La part du revenu des ménages dans le revenu national s'accroît, créant une dynamique du type de celle des pays développés. Une population plus nombreuse accède au seuil de revenu où les comportements d'épargne évoluent et transforment la consommation. En même temps qu'elle bénéficie de la hausse des revenus, celle-ci peut évoluer vers des biens plus élaborés et vers les services.

Parallèlement, les besoins d'infrastructures vont s'atténuer en termes relatifs, même s'ils restent importants, et leur poids dans la croissance va par nécessité se modérer. En revanche, les entreprises du monde développé vont poursuivre leur stratégie et continuer à accroître leur présence locale. A l'avenir, la base de la croissance va s'élargir, les dépenses des consommateurs progressant plus vite que les investissements. La réussite de cette profonde mutation n'est pas assurée. Les situations nationales sont très variables et diffèrent notamment par le degré de formation professionnelle de la population, un aspect essentiel de l'amélioration de la productivité. S'il est mené à bien, ce rééquilibrage va dans le sens d'une autonomie grandissante de la zone émergente à l'égard du cycle des pays développés.

EXPORTATIONS ET CROISSANCE : LA MUTATION EST EN COURS

Une des grandes sources de la croissance émergente a longtemps été constituée par les exportations vers le monde développé (minerai, produits agricoles) puis par celles des produits de consommation d'entrée de gamme, une des expressions les plus visibles de la mondialisation. Pourtant, à côté de celles-ci, les échanges commerciaux entre pays de la zone émergente ont aussi été un moteur de croissance. La nouveauté réside dans leur accélération et leur diversification (géographique mais aussi sectorielle) au cours des dernières années.

► CROISSANCE DANS LES PAYS DE LA ZONE ÉMERGENTE, LES PAYS DÉVELOPPÉS ET LE MONDE



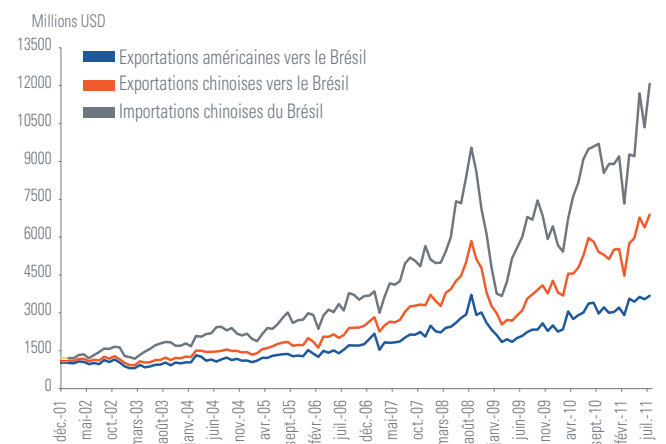
Jusqu'à récemment, le commerce entre pays de la zone correspondait aux échanges sur les matières premières ou des produits de première transformation (acier). En Asie, les échanges étaient également liés à l'intégration de certaines filières industrielles (électronique surtout) sous l'impulsion des donneurs d'ordres des pays développés. L'assemblage en Asie de produits de grande consommation a favorisé l'apparition d'un vaste réseau de sous-traitants des sociétés occidentales ou des sociétés japonaises qui leur fournissaient circuits et sous-ensembles. Toutefois, les assembleurs ont réussi (surtout à Taiwan) à évoluer vers le statut de fabricants à part entière (Asus, HTC). Les Coréens ont également atteint le même statut en choisissant d'être des producteurs intégrés (Samsung, LG).

Depuis quelques années, cette configuration change rapidement avec le développement entre pays émergents d'échanges

portant toujours sur les matières premières (charbon indonésien à destination de la Chine par exemple) mais aussi sur les biens de consommation et, désormais, sur certains biens d'équipement. En 2010, les exportations coréennes à destination des Etats-Unis, de l'Europe et du Japon ne représentaient ainsi plus que 28% environ des exportations totales. Portées par la croissance de leurs marchés nationaux, de grandes entreprises sont apparues ; puissantes localement mais également tournées vers l'extérieur, elles animent ce renforcement des échanges entre pays émergents. A l'appui de cette évolution, les pays appartenant aux différents ensembles géographiques ont signé traités commerciaux (Mercosur) et accords de coopération, bilatérale ou multilatérale.

La Chine est devenue, au cours des dernières années, le meilleur exemple de cette évolution générale. Elle est l'un des principaux partenaires commerciaux du Brésil ; elle lui achète du minerai de fer, des produits alimentaires, mais elle lui vend aussi des biens de consommation ou des véhicules de transport. Le montant des ventes chinoises est désormais presque équivalent aux exportations américaines vers le Brésil, au point de susciter une réaction du gouvernement (taxes à l'importation). Cet exemple n'est pas isolé et la Chine est aussi le deuxième partenaire de l'Argentine. Outre son rôle déjà éminent en Asie, la Chine développe également ses échanges avec l'Afrique (l'Angola est son deuxième fournisseur de pétrole) et le Moyen-Orient. Sa compétitivité (et le type de produits vendus) lui permet de gagner des parts de marché. Le commerce n'est pas le seul aspect des relations économiques entre la Chine et l'Afrique : les entreprises chinoises investissent également dans des projets miniers ou pétroliers. Enfin, l'agriculture est devenue un des secteurs d'investissement importants (achat de terres).

► COMMERCE INTERNATIONAL AVEC LE BRÉSIL (EN MILLIONS DE DOLLARS)



La Chine n'est pas seule à appliquer ce type de stratégie : d'autres pays (Turquie, Mexique...) accentuent le développement de leurs exportations vers la zone émergente et leur présence sur les marchés locaux. De nombreuses entreprises émergentes souhaitent désormais se développer au-delà de leur marché national et poursuivent des stratégies d'expansion régionale. La hausse du yuan chinois réduit la compétitivité des produits mais elle renforce les moyens financiers pour construire des usines à l'étranger.

Les liens avec les pays développés restent importants mais les chiffres montrent bien à quel point le commerce entre émergents se développe aujourd'hui bien plus vite que les échanges globaux et le poids de ces échanges s'accroît dans l'ensemble global. Selon une estimation de Citigroup, le commerce intra-zone des émergents devrait égaler en 2015 le commerce entre pays développés.

La diversification des échanges s'accompagne de celle des investissements. Le fait que les entreprises des pays émergents investissent dans leur propre zone n'est pas une nouveauté, mais ces investissements connaissent à la fois un élargissement géographique et un véritable changement d'échelle (projets dans l'automobile au Brésil pour deux sociétés chinoises). Prolongeant la tendance, les achats d'entreprises se multiplient entre pays émergents. Les Asiatiques s'intéressent au Brésil et à l'Argentine (la banque chinoise ICBC a repris plusieurs filiales du sud-africain Standard Bank). De même, Bharti Airtel (n°1 indien de la téléphonie mobile) a trouvé un relais de croissance en Afrique et se trouve présent dans 16 pays après l'acquisition de Zain. Les opérations de fusions / acquisitions commencent aussi à se faire en direction des pays développés (achat de Northumberland Water par Cheung Kong).

LES MATIÈRES PREMIÈRES : UN RÔLE AMBIGU

La croissance de la demande a alimenté celle des volumes pendant que les prix subissaient de grandes variations au cours des trois dernières années. La croissance des pays producteurs a été stimulée, mais cette évolution a alimenté l'inflation pour tous, mettant les banques centrales dans une position inconfortable pour définir la politique la mieux adaptée. Une majorité d'entre elles ont relevé leurs taux d'intérêt et ont restreint conditions de crédit et liquidité bancaire.

Avec le retour du prix en dessous de 90 dollars (WTI), le pétrole exercera une influence plus modérée sur les prix des pays importateurs, tout en contribuant significativement à la croissance des pays producteurs. Les prix de nombreuses autres matières premières, en particulier agricoles, ont enregistré un recul au cours des six derniers mois. Les craintes d'une poursuite de la hausse des prix à un rythme dangereux s'estompent.

LES RISQUES DU SCÉNARIO

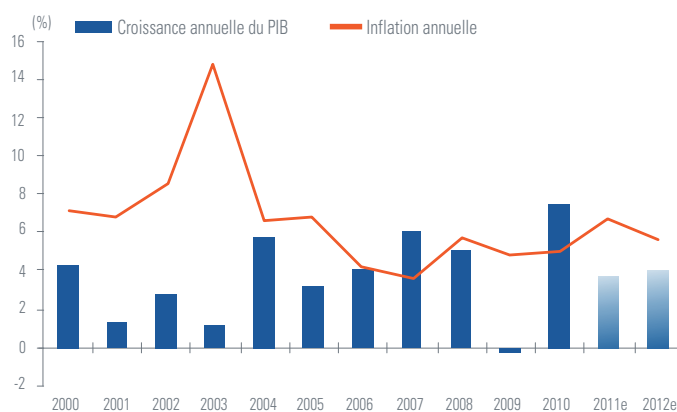
Les dangers de politiques monétaires trop restrictives

Par nature, les risques à l'intérieur de la zone émergente ne sont pas homogènes. Chaque stade de développement implique son propre type : l'Inde, le Mexique et la Russie représentent des risques spécifiques. 2011 a toutefois été marqué par un thème commun, celui de la hausse des prix et de la réponse des autorités monétaires. Le Brésil et la Chine en sont deux exemples. En Chine, le rythme annuel de la hausse des prix de détail a été de 6,2% en août, largement au-dessus de l'objectif de 4% des autorités, mais une détente est attendue au cours des prochains mois. Les prix des produits alimentaires jouent un rôle majeur dans cette tension et l'indice hors alimentation a enregistré une hausse limitée à 3% en variation annuelle. Combinant hausse des taux directeurs et des réserves obligatoires, la Banque centrale chinoise a réussi à freiner l'emballement du crédit et à limiter la hausse des prix de l'immobilier. Elle est toutefois démunie pour agir sur les prix des produits alimentaires. De plus, les problèmes

que les autorités monétaires rencontrent ne se limitent pas aux seuls aspects quantitatifs du crédit. La qualité des prêts aux collectivités locales suscite des craintes et pose la question des risques présents dans les bilans des banques chinoises. Le gouvernement dispose de différentes solutions. En 2008, les autorités avaient déjà recouru à des méthodes où l'efficacité comptable l'emportait sur l'orthodoxie financière et elles semblent prêtes à agir de même cette année.

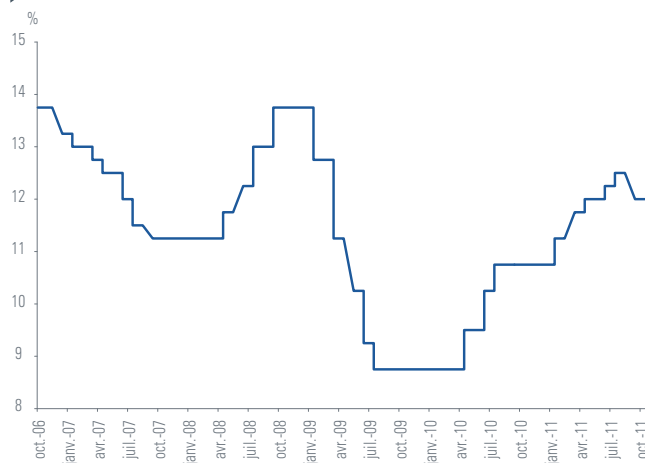
Au Brésil, la Banque centrale doit faire face à un niveau d'inflation (6%) supérieur à son seuil d'alerte (4,5% en 2011 et 2012). Les prix alimentaires et ceux de l'énergie ont joué leur rôle mais, dans un climat de plein emploi (chômage de 6,4%), l'expansion trop rapide du crédit est l'autre grande source de hausse des prix. Alors que la politique budgétaire est jugée trop laxiste, les autorités monétaires doivent faire face à des exigences contradictoires : des taux d'intérêt élevés attirent les investisseurs étrangers et font monter la devise (elle a baissé récemment), affectant les exportateurs.

► BRÉSIL : CROISSANCE DU PIB ET INFLATION



Sources : National sources and Citi Investment Research and Analysis

► BRÉSIL : TAUX À COURT TERME



Source : Bloomberg

Compte tenu des effets de base, la tension sur les prix alimentaires et sur ceux de l'énergie devrait lentement s'effacer de la variation annuelle des indices (Indonésie, Philippines). Les banques centrales vont rester vigilantes mais elles sont aussi conscientes de l'environnement international. Certains pays ont déjà réagi et ont amorcé une baisse de leurs taux : Turquie, Brésil et, tout récemment, l'Indonésie.

La montée en puissance des émergents dans l'économie mondiale s'accompagne d'un aspect qualitatif majeur. Face aux difficultés que doivent affronter les pays développés en matière de dette publique ainsi que d'endettement privé dans le monde anglo-saxon, les atouts des pays émergents sont d'autant plus en évidence. Ils ont mieux traversé la crise, en sont mieux sortis et n'ont pas l'héritage de la crise financière (faibles déficits et endettement limité en général). Qui plus est, la diversification géographique de leurs échanges offre une plus grande stabilité à leur croissance en réduisant la dépendance à l'égard des exportations vers le monde développé. L'investissement sur les marchés d'exportation permet aussi cet élargissement du champ géographique de la croissance.

Le débat sur le découplage : contagion ?

La dépendance à l'égard des pays développés s'est atténuée mais la question des conséquences de la crise de la dette souveraine se pose pour les économies émergentes. Si l'autonomie relative de la zone émergente est plus grande qu'en 2008 sous l'angle des échanges, les difficultés de financement (forte baisse des investissements directs, hausse des spreads de crédit) restent possibles. A ce stade, la croissance n'a que peu souffert mais les exportations dans l'électronique grand public ont subi les effets de l'ajustement des stocks dans le secteur. Singapour, le pays le plus en prise, avec Taiwan, avec les économies développées, a enregistré une croissance sur un an de 5% de son PIB au deuxième trimestre et les autorités prévoient un chiffre de progression compris entre 4 et 4,5% pour 2011. Globalement, la croissance sera moins forte qu'en 2010 mais aussi moins génératrice de tensions sur les prix (Inde ou Brésil par exemple). Selon le FMI (prévision du mois de septembre), la croissance de la zone émergente devrait atteindre 6,4% cette année et 6,1% l'an prochain.

CONCLUSION

La crise de 2008-2009 a constitué un test grandeur nature du modèle des émergents. Alors que ce modèle avait révélé des fragilités majeures dans le cycle des années quatre-vingt-dix, il a montré cette fois sa solidité, résultat de ses qualités fondamentales. La bonne gestion des autorités y a également contribué et les marges de manœuvre budgétaires qu'elles conservent est un élément rassurant. Au cours des années à venir, les pays émergents devront toutefois faire la preuve de leur capacité à franchir de nouvelles étapes ne correspondant pas à la simple reconduction du modèle de la dernière décennie.

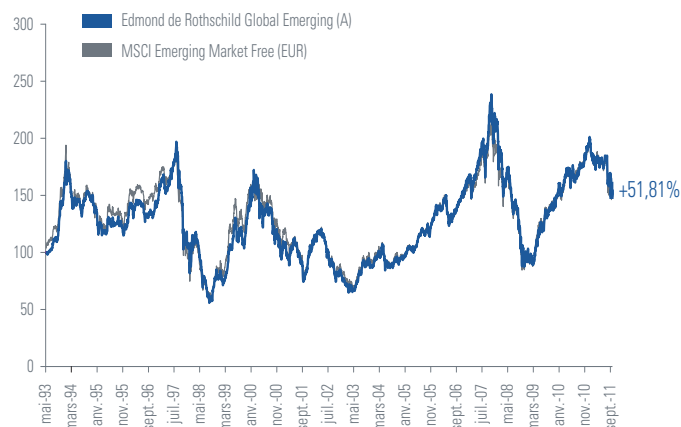
L'incertitude actuelle dans les pays développés et la perception des investisseurs vis-à-vis du risque ont remis en cause les anticipations de croissance des bénéficiaires. A la date du 30 septembre, l'indice MSCI Marchés émergents avait perdu 24% en euro depuis le début de l'année. Les attentes ont été désormais considérablement revues mais, situation paradoxale, la défiance persiste alors que les perspectives de croissance demeurent.

NOTRE PROPOSITION DE FONDS

Edmond de Rothschild Global Emerging :

Le fonds permet de profiter du formidable potentiel des marchés émergents à travers une sélection active de titres présentant un potentiel d'appréciation important sur le moyen terme. Edmond de Rothschild Global Emerging capitalise sur une large diversité géographique et sectorielle pour multiplier les sources de performance et ainsi réduire les risques.

► PERFORMANCE D'EDMOND DE ROTHSCHILD GLOBAL EMERGING DEPUIS SA CRÉATION



Source : Edmond de Rothschild Asset Management au 30/09/2011. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Achévé de rédiger le 12/10/2011.

EdR Global Emerging : Part A : FR0010449868 - Part I : FR0010587568.

Risques principaux d'investissement : 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.

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.