

2007 : cinquième année consécutive de surperformance pour les Bourses mondiales ?



SOMMAIRE

| | | |
|-------------|--------------------------------------|-----------|
| I. | RETOUR SUR L'ANNEE 2006 | 2 |
| II. | RENDEMENTS REGIONAUX ATTENDUS | 2 |
| III. | PERSPECTIVES REGIONALES | 3 |
| | EUROPE | 3 |
| | <i>Allemagne</i> | <i>4</i> |
| | <i>Belgique</i> | <i>5</i> |
| | <i>Espagne</i> | <i>5</i> |
| | <i>France</i> | <i>5</i> |
| | <i>Grèce</i> | <i>5</i> |
| | <i>Italie</i> | <i>6</i> |
| | <i>Pays-Bas</i> | <i>6</i> |
| | <i>Pays nordiques</i> | <i>6</i> |
| | <i>Royaume-Uni</i> | <i>7</i> |
| | <i>Suisse</i> | <i>7</i> |
| | ÉTATS-UNIS | 7 |
| | JAPON | 8 |
| | MARCHÉS ÉMERGENTS | 9 |
| | <i>Asie</i> | <i>10</i> |
| | <i>Amérique latine</i> | <i>10</i> |
| | <i>Europe émergente</i> | <i>11</i> |
| IV. | LARGE CAPS VS SMALL CAPS ? | 11 |

I. Retour sur l'année 2006

L'année 2006 a été florissante pour les marchés boursiers. En effet, le marché mondial a augmenté de 17,95% sur l'année (en USD)¹. En termes de performances régionales (en devise locale), les deux premières places sont attribuées aux Marchés émergents (+25,57%) et à l'Europe (+16,49%) ; les États-Unis suivent de près avec une bonne performance de 13,18% tandis que la région la plus faible est le Japon avec une piètre performance en yen de +6,09%.

Les principaux facteurs qui ont contribué à la performance des marchés d'actions sont une croissance économique globale satisfaisante, d'excellents bénéfices de sociétés et un redressement de la consommation des ménages principalement aux États-Unis et en Europe. L'intense activité de fusions et acquisitions a également permis de doper les rendements des marchés d'actions.

II. Rendements régionaux attendus

Les trois grandes régions développées ne devraient pas présenter une croissance économique très différente en 2007, ce qui devrait se traduire par des perspectives bénéficiaires de l'ordre de 10% pour chaque région. Toutefois, le risque de déception est plus important aux États-Unis.

Sur la base de notre scénario macroéconomique pour l'année 2007² ainsi que des prévisions de nos spécialistes en termes de rendements obligataires, **nous anticipons, pour les 12 prochains mois³, les rendements suivants pour les principaux marchés régionaux d'actions :**

| | Impact des taux d'intérêt | Croissance du bénéfice par action (12mois) | Effet valorisation | Dividend Yield | Rendements attendu ⁴ |
|--------------------|---------------------------|--|--------------------|----------------|---------------------------------|
| Monde | | | | | 10%-16% |
| États-Unis | -1,70% | 10,00% | 6,50% | 2,00% | 10%-17% |
| Japon | -3,00% | 12,00% | 5,50% | 1,00% | 10%-15% |
| Zone euro | -1,40% | 9,00% | 3,00% | 3,50% | 11%-14% |
| Europe | -1,55% | 8,50% | 3,00% | 3,50% | 10%-13% |
| Royaume-Uni | -1,75% | 7,00% | 4,00% | 3,80% | 9%-13% |

Source : prévisions Dexia Asset Management – 19 décembre 2006

D'après ce tableau, la fourchette des rendements attendus est la plus favorable pour les États-Unis (en devise locale). Toutefois pour un investisseur européen, le risque de change n'est pas à négliger. De nombreux facteurs sont susceptibles de modifier les données de calcul en cours d'année, c'est pourquoi une analyse constante et attentive de l'environnement de chaque région est indispensable. Ainsi, **une stratégie régionale active implique d'éventuels changements en cours d'année** si l'évolution de l'environnement global ou d'une région spécifique le nécessite.

Il est important de mettre en évidence **deux éléments qui constituent les principaux facteurs de soutien mais aussi de risque pour les marchés d'actions en 2007, il s'agit de la croissance des bénéfices et du potentiel de revalorisation des actions**. En effet, ces deux éléments sont cruciaux pour permettre aux marchés d'actions d'enregistrer une cinquième année consécutive de surperformance.

- La **croissance des bénéfices** a été jusqu'ici l'élément moteur principal de la hausse des marchés boursiers ; ainsi 98% de cette hausse peut être attribuée à une croissance des bénéfices favorable. Maintenant que les marges bénéficiaires sont au plus haut, sur l'ensemble des principaux marchés, le risque de déception

¹ Données au 29 décembre 2006. Dividendes non inclus.

² Prévisions de croissance de 2,2% pour l'Europe, 2,7% pour les États-Unis et 2,7% au Japon.

³ Date de calcul: 19 décembre 2006.

⁴ En monnaie locale, dividendes inclus.

est beaucoup plus important. Si la croissance n'entre pas dans des territoires négatifs, l'impact d'un ralentissement de la croissance bénéficiaire sera toutefois limité.

- En ce qui concerne la **revalorisation des marchés**, les multiples de valorisation se sont davantage contractés. Plusieurs éléments plaident en faveur d'une éventuelle expansion des multiples : Le PER⁵ est en dessous de sa moyenne à long terme, l'inflation a baissé aux États-Unis et en Europe et devrait rester à de faibles niveaux. En règle générale, une inflation basse est accompagnée de multiples plus élevés.

D'autre part, l'accélération de l'activité de fusions et acquisitions et la tendance au refinancement vont constituer des facteurs de soutien importants pour les marchés d'actions. En effet, L'activité de fusions et acquisitions devrait rester l'un des thèmes clés de l'évolution des marchés sur l'ensemble de l'année 2007. Les fonds de « Private Equity » vont d'ailleurs continuer de jouer un rôle moteur en la matière. De même, les sociétés disposent toujours actuellement d'une importante quantité de liquidité disponible et préfèrent les utiliser au travers d'une stratégie de croissance externe qu'en investissements dans les activités existantes. Autre fait à remarquer : la taille des acquisitions augmente graduellement, nous pouvons dès lors imaginer que des sociétés de grandes capitalisations deviennent prochainement des cibles pour de potentiels acquéreurs, ce qui devrait dopper leur performance.

Le fait que les marchés d'actions aient connu quatre années consécutives de surperformance rend la probabilité d'une déception pour l'année 2007 plus importante. Si ce risque devait se matérialiser, les rendements finaux seront nuls voire négatifs. Cependant, actuellement, les éléments à notre disposition plaident en faveur d'un scénario favorable aux marchés boursiers.

III. Perspectives régionales

Europe

Nos spécialistes préconisent pour l'année 2007 une **surpondération du marché des actions européennes**. Ils se fondent sur différents facteurs favorables à cette région.

Ainsi, la **croissance du PIB** pourrait encore surprendre favorablement les marchés. En effet, les compagnies disposent maintenant d'une profitabilité similaire à celle des États-Unis. **Les processus de restructuration et de réductions drastiques des coûts sont terminés** et les entreprises peuvent dès lors concentrer leurs efforts sur les dépenses en investissement et augmenter leur taux d'emploi. Cette tendance est d'ailleurs d'ores et déjà visible puisque les récentes données de l'emploi en Allemagne indiquaient une baisse du nombre de chômeurs en dessous de la barre des 4 millions. Cette nouvelle orientation de la politique des entreprises européennes devrait donc permettre un **regain de la confiance des consommateurs et donc de leur consommation**. La **croissance européenne serait dès lors plus durable et plus saine puisque moins dépendante des exportations**, notamment dans un contexte de possible ralentissement de l'économie américaine.

Les anticipations en termes de **croissance bénéficiaire des entreprises européennes** sont toujours à la hausse. La croissance pour l'année 2006 devrait se situer autour de 13% tandis que le consensus anticipe une croissance de 8,5% en 2007. Ces anticipations sont inférieures à celles émises pour les États-Unis (9,5%) mais cela signifie aussi que le **risque de déception est moindre** et que d'éventuelles surprises positives sont possibles.

Les différentes mesures de valorisation plaident toujours en faveur du marché des actions européennes. Avec un marché qui se traite à 13x les bénéfices de 2007, nous sommes encore loin de la moyenne de long terme qui s'élève à 15x les bénéfices. Ainsi même dans l'hypothèse d'une croissance des bénéfices nulle sur l'année, le marché reste bon marché.

⁵ PER = price earnings ratio : rapport cours/bénéfice

L'**activité de fusions et acquisitions** a constitué un facteur de soutien non négligeable pour les marchés européens durant l'année 2006. Cette tendance devrait se poursuivre sur l'ensemble de l'année 2007. Les fonds de « Private Equity » vont d'ailleurs continuer de jouer un rôle moteur en la matière. Les sociétés européennes continuent de produire suffisamment de liquidités pour attirer des acquéreurs potentiels.

Toutefois, certains **risques** doivent être pris en compte lors de l'analyse du marché boursier européen :

Premièrement, nos spécialistes ont identifié la menace que constitue une **appréciation trop forte et trop rapide de l'euro**. En effet, un renforcement de la devise européenne jouerait en défaveur des exportations européennes. Et même si la reprise économique européenne provient maintenant plus d'un regain de la consommation domestique, un environnement défavorable aux exportations pèserait inévitablement sur la croissance économique (bénéfices des entreprises et confiance des entrepreneurs).

Deuxième facteur de risque : un **ralentissement plus prononcé de l'économie américaine**. Même si l'économie européenne dépend de moins en moins de son voisin d'Outre-Atlantique et peut compter sur la forte demande en provenance des différents pays européens et émergents (notamment l'Asie), un ralentissement plus prononcé de l'économie américaine jouerait en défaveur de l'ensemble des marchés d'actions et donc du marché européen.

Troisième inquiétude : **la politique monétaire en zone euro**. Jusqu'à présent le marché a bien digéré les augmentations successives de taux opérées par la Banque centrale européenne. Les perspectives favorables de l'environnement économique européen et mondial sont ainsi parvenues à compenser l'effet négatif traditionnellement lié à une politique de resserrement monétaire. Pourtant dans le cadre d'un ralentissement de l'économie américaine, même modéré, le marché deviendra de plus en plus sensible aux anticipations de politique monétaire. **Un ton trop agressif de la Banque centrale européenne** en la matière jouerait dès lors en défaveur des Bourses européennes.

Allemagne

Selon nos spécialistes le **potentiel du marché allemand pour l'année 2007 est important**. En effet, ces dernières années de nombreuses mesures ont permis que le redressement économique allemand ne dépende pas uniquement de facteurs cycliques. Cette amélioration structurelle est perceptible à travers de nombreux éléments :

- Le **momentum économique** en Allemagne reste solide par rapport à d'autres pays européens. Cet élan économique est en grande partie lié aux gains de productivité réalisés ces derniers temps (réduction du coût salarial unitaire)
- Les **entreprises allemandes ont gagné en flexibilité**. La part des options en pourcentage de la capitalisation de marché a augmenté de près de 50% sur les trois dernières années, le nombre de « cross holdings » a sensiblement diminué et la possibilité d'assister à des fusions et acquisitions agressives est donc plus importante. Cette évolution montre que les sociétés allemandes tiennent mieux compte des intérêts des actionnaires minoritaires. Selon le Financial Times, le taux de turnover des CEO est plus important que dans la plupart des grands marchés.
- L'Allemagne est le pays européen qui a la plus forte **exposition tant aux dépenses en investissement qu'à l'Asie**. Nous sommes toujours très optimistes envers les dépenses des entreprises ainsi que sur les perspectives de la région asiatique.
- **Le consommateur allemand a enfin retrouvé la confiance et recommence à consommer**. La hausse de la TVA de 3% à partir de janvier est susceptible de freiner la consommation et donc d'influencer négativement les marges des entreprises au premier trimestre ; toutefois, la croissance de l'emploi et la hausse des salaires devraient compenser cet effet négatif.
- **Une importante réforme fiscale est prévue en 2008 et devrait avoir un impact favorable sur les bénéfices des sociétés**. Ainsi le taux de taxation de la majorité des sociétés descendra en dessous des 30% ce qui placerait l'Allemagne dans la moyenne des pays européens et de l'OCDE. Ainsi, ce sont les sociétés réalisant la majorité de leurs bénéfices en Allemagne qui devraient profiter le plus de cette réforme.

Belgique

Nos spécialistes ont une **vision mitigée du marché belge**. Le ré-rating du marché belge durant les dernières années a été fulgurant faisant ainsi disparaître l'avantage de valorisation auparavant en vigueur par rapport aux autres marchés européens.

Dans les prochains mois, l'activité de fusions et acquisitions devrait se poursuivre et jouer comme facteur de soutien; cependant, la forte exposition du marché belge au secteur financier risque de peser sur la performance du marché dans un environnement de taux stable.

Espagne

Nos spécialistes restent prudents par rapport aux perspectives du marché espagnol et craignent une augmentation de la volatilité. En effet, L'Espagne a largement surperformé les autres pays de la zone euro en 2006. Répéter pareille prestation sera probablement très difficile.

De nombreux facteurs favorables seront encore présents dans les prochains mois: exposition aux marchés d'Amérique latine (Utilities, Telecom, Banks), secteur de l'immobilier soutenu par l'immigration et le tourisme, activité de fusions et acquisitions, etc.

En 2006, l'Espagne a enregistré une croissance de son PIB de 4% et en 2007, le pays devrait enregistrer une fois de plus une croissance supérieure à la moyenne européenne.

Cependant ce panorama idyllique se voit maintenant entaché de quelques éléments plus négatifs dont il faudra tenir compte: le boom de l'immobilier va inévitablement ralentir et, si la BCE augmente ses taux jusqu'à 4,5%, cela risque de peser très fortement sur le secteur ainsi que l'économie du pays (24% de la création d'emploi s'est réalisée dans les secteurs de l'immobilier et de la construction). De même une partie des transactions de fusions et acquisitions sont parfois difficilement justifiables aux yeux d'actionnaires minoritaires coincés par les exigences des grands actionnaires.

Ainsi, le climat régnant actuellement en Espagne implique une réaction amplifiée par rapport aux événements de marché, que ceux-ci soient positifs ou négatifs et donc une augmentation de la volatilité qui peut s'avérer dangereuse. En effet, dans le cas d'un retournement du cycle du crédit ou d'une augmentation de l'aversion au risque, l'Espagne sera probablement l'un des premiers marchés à subir une vague de prise de profit. D'autre part, en termes de valorisation, sur la base du ratio cours/bénéfices, le marché espagnol est l'un des plus chers d'Europe.

France

Le marché français ne se trouve pas parmi les favoris de nos spécialistes Sur le plan macroéconomique, la France ne présente pas un environnement plus favorable que la moyenne européenne puisque sa croissance devrait rester en ligne avec celle de la zone euro.

En termes de valorisation, le marché français devient cher. D'autre part, le momentum économique favorable est maintenant terminé et se traduit, entre autres, par un ralentissement de l'activité de fusions et acquisitions.

Grèce

La Grèce offre toujours un certain potentiel de performance. L'économie grecque devrait augmenter de 3,1% en 2007, ce qui est près du double du taux de croissance anticipé pour la zone euro. Cette croissance favorable devrait jouer comme facteur de soutien pour les marchés financiers. D'autres éléments alimentent l'optimisme de nos spécialistes, notamment un momentum favorable (croissance bénéficiaire) et la solidité des fondamentaux des entreprises.

De nombreuses sociétés européennes sont désireuses d'utiliser la Grèce comme port d'attache afin de prospecter les marchés du Sud-est européen. Les sociétés de construction vont profiter de cette tendance ainsi que des fonds structurels européens dont la Grèce va encore bénéficier dans les prochaines années.

Italie

Les actions italiennes sont, selon nos spécialistes, **celles qui offrent les meilleures perspectives dans la zone euro**. En effet, l'Italie bénéficie actuellement d'une valorisation attractive et d'un momentum économique très favorable.

Ainsi, la croissance des bénéfiques pour 2007 est anticipée à un niveau de 12%. Il est évident que le durcissement probable de la politique fiscale du gouvernement Prodi constitue un risque pour la croissance ; cependant la solidité du marché de l'emploi devrait aider à maintenir la consommation des ménages. De plus, l'activité de fusions et acquisitions devrait se poursuivre dans les prochains mois, principalement dans le secteur bancaire et auprès des petites sociétés de services aux collectivités.

Un rebond des prix pétroliers devrait favoriser les sociétés de services aux collectivités ainsi que le secteur énergétique, fortement représenté sur le marché italien (Eni, Saras, Erg, Sopen, Tenaris).

Pays-Bas

Nos spécialistes estiment que **le marché néerlandais est l'un des plus intéressants au sein de la zone euro**. En effet, ce marché offre un potentiel à la hausse plus important que la plupart de ses voisins. En effet, nos spécialistes estiment que le marché néerlandais n'est encore qu'au début de sa tendance haussière (+14,70%)⁶ en comparaison avec d'autres marchés européens qui ont pris une certaine avance (Espagne : +29,56%, Belgique : +19,21%, Portugal : +28,30%).

En termes de capitalisations boursières, le marché néerlandais est fortement orienté vers les Large Caps qui présentent actuellement un avantage de valorisation indéniable par rapport aux Mid/Small Caps. En effet, les "blue chips" néerlandaises offrent une valorisation qui est toujours avantageuse. Le marché devrait dès lors connaître un certain ré-rating durant l'année 2007. La période de consolidation qu'ont connue les poids lourds de l'univers (Royal Dutch, Unilever, ABN) est apparemment maintenant terminée.

L'activité de fusions et acquisitions restera l'un des principaux facteurs de soutien du marché sous l'action de « Private Equity » ; de même des opérations de rachat d'action devraient également avoir lieu.

D'autre part, les entreprises cotées en bourse d'Amsterdam sont des sociétés à carrure internationale qui bénéficient amplement de l'environnement économique mondial favorable et dont les fondamentaux sont solides. Ainsi, la poursuite de la croissance économique mondiale devrait permettre à ces sociétés d'enregistrer de bons bénéfices.

Seule ombre au tableau, la forte exposition des entreprises néerlandaises au dollar qui risque de peser sur la performance du marché.

Pays nordiques

Les perspectives pour les pays nordiques sont quelque peu mitigées, principalement à cause des valorisations et de la croissance bénéficiaire.

La Finlande et la Suède ont enregistré une croissance du PIB très forte en 2006 mais nous anticipons un ralentissement à des niveaux de 3% pour l'année 2007. Quant au Danemark et à la Norvège, la croissance du PIB en 2006 est restée modérée alors que les anticipations pointent également vers un ralentissement (un peu au-dessus de 2%).

⁶ Données au 29 décembre 2006. Dividendes non inclus.

Cependant, à moyen terme, il est probable que les pays nordiques enregistrent une croissance du PIB supérieure à la moyenne européenne.

Royaume-Uni

Les perspectives pour le marché britannique sont peu encourageantes. Sa composition sectorielle est très défensive, même en excluant les secteurs liés aux matières premières (dont le secteur énergétique traditionnellement considéré comme défensif). Cette composition pourrait être favorable en cas d'une baisse des marchés liée à un ralentissement de l'économie mondiale mais défavorable dans le cas d'une poursuite du rally boursier actuel.

D'autre part, les perspectives bénéficiaires des entreprises britanniques sont moindres que celles des sociétés de la zone euro. Ainsi, le coût salarial unitaire au Royaume-Uni est beaucoup plus élevé que dans la zone euro ce qui implique que les bénéfices des entreprises de la zone euro vont continuer à surpasser ceux des sociétés britanniques.

En termes de valorisation le Royaume-Uni semble offrir un certain avantage grâce à la récente sous-performance du secteur pétrolier et gazier. Cependant si nous excluons les secteurs liés aux matières premières (dont ce secteur), l'avantage de valorisation disparaît complètement. D'autre part, étant donné que nous anticipons un ralentissement dans la croissance des prix des matières premières en 2007, le marché britannique devrait souffrir quelque peu.

Suisse

La Suisse n'est actuellement pas considérée comme une région attractive par nos spécialistes. En effet, du point de vue des valorisations, le marché suisse n'offre pas d'avantages. Et pourtant, les anticipations de croissance bénéficiaire sont raisonnables, principalement sur le segment des « Mid/Small Caps » ce qui signifie que, sur une moyenne de 10 ans, les valorisations ne sont pas excessives. Toutefois, le rythme de croissance devrait ralentir en 2007 fragilisant ainsi ces estimations.

La croissance du PIB suisse s'élève pour 2006 à environ 3% et les anticipations pour 2007 sont de 2,1%. Cependant, l'économie domestique influence très peu les performances du marché boursier helvète. En effet, les grandes capitalisations, majoritaires sur ce marché, ont une forte exposition aux marchés étrangers (77% des ventes). C'est principalement le cas pour le secteur pharmaceutique, très exposé au marché américain, et qui devrait donc souffrir des éventuelles modifications dans la politique américaine de remboursement des médicaments liées à la récente victoire des Démocrates.

Un autre facteur de dépendance du marché suisse aux tendances globales du marché réside dans la prédominance, sur la Bourse suisse, des secteurs défensifs (industrie pharmaceutique et alimentaire) et du secteur financier très sensible à l'évolution des taux.

États-Unis

Pour les premiers mois de l'année 2007, nos spécialistes pensent qu'une **stratégie neutre pour les États-Unis est la plus adéquate mais n'exclut pas une surpondération du marché américain en cours d'année.**

Actuellement, nos spécialistes estiment que malgré un environnement toujours favorable, la tendance au ralentissement de l'économie américaine doit inciter à la prudence. En effet, le **fléchissement du marché immobilier américain constitue une réelle menace pour l'économie américaine**. Si jusqu'à maintenant, la perte de vitesse du marché immobilier est restée relativement contenue, une chute plus brutale aurait automatiquement des conséquences négatives pour l'économie américaine et donc pour les marchés boursiers.

La **croissance bénéficiaire** pour 2006 est d'environ 14% tandis que **les anticipations du consensus pour 2007 s'élèvent à 10%**. Selon nos spécialistes, ces estimations, supérieures à celles publiées pour l'Europe, sont très optimistes et le **risque de déception** est bel et bien présent. En effet, les marges des entreprises

américaines sont depuis de nombreuses années au maximum et le ralentissement, même léger, de l'économie laisse croire que les sociétés américaines ne seront pas capables d'atteindre les niveaux anticipés. Certains observateurs avancent même un taux de croissance bénéficiaire réel nul pour l'année 2007.

En termes de valorisation, le marché américain est en ligne et des expansions de multiples sont toujours possibles si nous tenons compte de la « règle des 20 » selon laquelle la somme du Price Earnings et de l'inflation ne peut pas dépasser 20, au-delà, le marché étant considéré comme correctement valorisé.

Si le ralentissement de l'économie se poursuit d'une manière trop brutale, **il est probable que la Réserve fédérale procède à une baisse des taux. Pareil mouvement serait favorable pour les marchés d'actions** (par l'anticipation d'une reprise économique et d'un regain de la croissance des bénéficiaires) **mais défavorable pour le dollar américain ce qui pénaliserait quelque peu un investisseur européen.** Dans ce cadre, il faudrait que les investisseurs européens mettent en place un mécanisme de couverture du dollar afin de bénéficier pleinement des rendements du marché des actions américaines.

Japon

Nos spécialistes conseillent au moins **pour le début de l'année 2007 une sous-pondération du marché japonais.** En effet, le marché nippon souffre actuellement d'un manque de visibilité sur les perspectives économiques à court terme. De plus, des incertitudes pèsent toujours sur la réforme qu'entamera le gouvernement japonais.

La croissance japonaise est beaucoup plus dépendante de la croissance mondiale que la croissance européenne, elle est donc **plus sensible à un ralentissement brutal aux États-Unis.** D'autre part, la consommation domestique peine actuellement à décoller, ce qui renforce encore cette dépendance à l'économie globale.

Selon nous, une exposition **au marché nippon dans le but de jouer le pari de la réflation ne présente plus d'intérêt.** Le marché a très bien performé en 2005 sur ce thème et n'offre plus autant d'opportunités en la matière. D'autre part, les données de l'inflation ne sont actuellement pas très encourageantes.

Au Japon, les **perspectives bénéficiaires** sont mitigées, une augmentation des marges est toujours possible même si la majorité de cette augmentation a eu lieu ces dernières années. La récente augmentation des marges devrait permettre une croissance accrue des bénéficiaires ; cependant les entreprises elles-mêmes restent très prudentes dans leurs estimations pour l'année 2007.

Le consensus continuant de conseiller une surpondération du Japon, **le marché nippon est principalement soutenu par des investisseurs étrangers,** susceptibles de retirer leurs actifs au moindre accrochage ; il est donc urgent que des investisseurs domestiques rentrent sur le marché pour équilibrer les forces en présence. Actuellement, la plupart des épargnants japonais restent investis en liquidités mais quelques signes d'un regain d'intérêt pour le marché boursier apparaissent... reste à voir si cette tendance se confirme clairement dans les prochains mois.

Les **activités de fusions et acquisitions** sont moins présentes que sur d'autres marchés. En effet, les autorités japonaises ont toujours maintenu un environnement réglementaire très protectionniste envers leurs entreprises. Toutefois, en mai 2007, une nouvelle loi devrait entrer en vigueur facilitant les prises d'intérêt d'entreprises étrangères sur le marché japonais.

En termes de valorisation, le marché japonais reste depuis de nombreux mois le plus cher sur la plupart des mesures traditionnelles analysées. Une exposition importante au marché japonais se justifie si l'on parie sur une amélioration structurelle et continue de l'économie nipponne.

Marchés émergents

L'année 2006 est la 6^e année consécutive de surperformance des Marchés émergents vis-à-vis des marchés dits développés. Les principaux facteurs qui ont permis cette performance sont : la croissance économique américaine, une aversion au risque historiquement faible, un environnement mondial favorable en termes de croissance, de taux et d'inflation, des balances externes et fiscales satisfaisantes, une abondance de liquidités à un niveau mondial et enfin la présence de « carry trade »⁷ en yen.

Actuellement, nos spécialistes en gestion des pays émergents recommandent **une surpondération des Marchés émergents**. Nos spécialistes préconisent toutefois une **approche prudente davantage axée sur la sélection des pays, secteurs et actions spécifiques** en vue de pouvoir encore tirer profit des derniers stades de ce marché haussier. La rotation du marché vers des marchés retardataires, moins coûteux ou moins réévalués tels que Taiwan, la Corée et la Thaïlande, pourrait devenir un crédo en 2007.

L'environnement macroéconomique pour l'ensemble des Marchés émergents est relativement solide. **Les échanges commerciaux entre les différents pays émergents sont de plus en plus nombreux, ce qui réduit leur sensibilité à l'économie américaine** ; cette situation d'indépendance accrue est donc favorable dans le contexte actuel de ralentissement aux États-Unis.

Les anticipations bénéficiaires pour 2007 sont excellentes (19%) et bien supérieures à celles des marchés développés. Il est vrai que les bénéficiaires sont beaucoup plus sensibles au cycle économique étant donné la composition sectorielle de ces marchés. Cependant **les Marchés émergents bénéficient toujours d'un avantage de valorisation indéniable (10 à 20%)** par rapport aux pays développés, même après ajustement à la composition sectorielle. Dès lors, le **rapport risque-rendement est toujours avantageux**.

L'année 2007 devrait poursuivre sur cette tendance favorable grâce aux facteurs de soutien suivants :

- **Persistance d'éléments favorables déjà présents en 2006** tels que la forte croissance mondiale malgré un léger ralentissement aux États-Unis, une politique monétaire de la Réserve fédérale favorable aux Marchés émergents (arrêt du cycle de hausse et éventuelle baisse des taux) et enfin une abondance de liquidité sur les marchés.
- **Renforcement des devises locales contre le dollar américain**. Cette tendance devrait se confirmer durant l'année 2007, surtout en Asie à la suite d'une appréciation du yuan chinois.
- **Les secteurs liés à la demande domestique seront mieux placés que les secteurs d'exportation**, principalement si le ralentissement économique entamé aux États-Unis devait se durcir ou se généraliser.
- **La demande en énergie et matière premières va rester solide** et impliquer une forte demande en nouvelles infrastructures.
- Les marchés émergents bénéficient également d'un environnement favorable à des événements tels que **introductions en bourse, fusions et acquisitions ou encore apparition de « Private Equity »** sur le marché.

La part des Marchés émergents dans l'économie mondiale s'accroît fortement. Cette augmentation va se refléter dans la capitalisation de marché de cette région par rapport à la capitalisation de marché mondiale. Il est donc probable que l'année 2007 entraîne un **ré-rating de ce marché étant donné que le rapport valorisation/croissance des bénéficiaires est toujours favorable aux Marchés émergents**. Si en plus de cela, nous tenons compte de leur environnement macroéconomique positif et de leur dynamique de croissance plus forte, il n'est pas impossible de voir les actions émergentes se négocier avec une prime de valorisation dans le cas d'un optimisme de marché général.

Il ne faut toutefois pas occulter les **risques auxquels doivent faire face les Marchés émergents**. Après un tel rally boursier, les valorisations ne sont plus aussi attractives qu'auparavant. Ainsi, **en cas d'une augmentation de l'aversion au risque, une forte correction est très probable**. Ce fut d'ailleurs le cas en mai 2006. Ainsi, **les principaux risques pour les Marchés émergents proviennent de sources externes**. Ces risques sont notamment une récession économique aux États-Unis, une forte correction des prix des matières premières (de nombreux pays émergents en sont d'importants exportateurs), un durcissement de la politique monétaire américaine ou encore les tensions géopolitiques internationales. La Chine doit assumer un risque

⁷ Véhicules à effet de levier empruntant en dollar ou en yen à des taux planchers pour réinvestir dans des actifs plus rémunérateurs (par ex. actions des pays émergents).

supplémentaire qui réside dans des erreurs de politique, un ralentissement brutal de son économie ou encore des tensions avec son voisin japonais ou avec les États-Unis. D'autre part, si la devise nippone se renforce et que les taux d'intérêt japonais augmentent, nous risquons d'assister à un renversement des « carry trades ».

Cependant, une forte correction des Marchés émergents pourrait être positive puisqu'elle fournirait un excellent point d'entrée sur ces marchés pour les investisseurs à long terme.

Asie

L'Asie est probablement la région qui connaîtra la **croissance la plus importante dans les dix prochaines années** mais les marchés ont récemment déjà très fortement performé, spécialement la Chine, l'Inde et l'Indonésie.

L'environnement macroéconomique est actuellement très favorable : les exportations sont solides et la demande domestique connaît une forte croissance. La croissance de la **consommation domestique** provient des ménages (classe moyenne de plus en plus nombreuse) mais également de l'immobilier et des **dépenses importantes en infrastructure** au sein de l'ensemble de la région asiatique.

D'une manière générale, **nos spécialistes sont positifs mais mettent en évidence que ces marchés ont déjà fortement progressés en 2006**. Un renforcement des devises locales devrait soutenir les marchés régionaux en dopant l'économie domestique. Sur le plan politique (facteur important dans l'analyse des Marchés émergents), des échéances électorales sont planifiées pour 2007 et 2008.

Le **momentum très favorable qu'a connu récemment la Chine devrait perdurer en 2007** grâce à un intérêt croissant pour les marchés locaux des investisseurs locaux qui disposent d'importantes réserves de liquidités. De même, le renforcement du yuan et la prochaine réforme fiscale devraient jouer comme des facteurs de soutien pour le marché chinois. L'économie chinoise va continuer de croître et les entreprises d'Etat devraient commencer à payer des dividendes. D'autre part, la fièvre olympique de 2008 devrait déjà influencer le marché dans le courant de l'année 2007.

Les petits marchés asiatiques (Singapour, Thaïlande, Indonésie, Malaisie et Philippines) se sont réveillés pendant l'année 2006. Après avoir été longtemps délaissés, **la Malaisie ainsi que les Philippines devraient attirer de nombreux investisseurs en 2007**. Le **Vietnam** se présente comme étant le nouveau **marché prometteur** de la région. Pendant l'année 2006, **Taiwan et la Corée** sont restés à la traîne à cause du poids trop important des secteurs technologiques et d'une demande domestique peu dynamique. L'année 2007 devrait leur fournir un environnement plus favorable et leur permettre de **reprendre leur retard**.

L'Inde offre des perspectives à long terme excellentes (consommation, infrastructures, etc.) **mais les valorisations du marché sont excessives**

Amérique latine

Si l'environnement économique mondial reste favorable, les perspectives des marchés d'Amérique latine le resteront également. En effet, cette région reste fortement dépendante de l'évolution du marché des matières premières. Toutefois, l'amélioration de la demande domestique rend cette dépendance moins cruciale.

L'année 2006 a été intense sur le plan politique avec de nombreuses élections. Les résultats de ces élections se sont avérés favorables aux marchés financiers : le virement à gauche que beaucoup redoutaient est resté limité (hormis dans des petits pays). Ainsi, **dans les grands pays de la région** (Brésil, Mexique et Chili), **le momentum des réformes favorables aux marchés devrait reprendre de la vigueur**.

Les entreprises sud-américaines bénéficient actuellement d'une excellente santé financière. D'autre part, il est probable que les taux d'intérêt connaissent encore un mouvement à la baisse dans certains pays (Mexique). Cette **baisse des taux** couplée à un environnement macroéconomique favorable devrait permettre un renforcement des conditions de crédit.

Europe émergente

Malgré des entreprises aux performances excellentes et aux profils bénéficiaires satisfaisants, la situation macroéconomique (déficits budgétaires, etc.) et politique de la région est assez instable.

En effet, l'Europe émergente abrite des **pays dont le déficit budgétaire est très important** comme la Hongrie et la Turquie. Ces marchés sont fortement exposés aux variations de l'appétit au risque ce qui implique une plus grande **volatilité pour les marchés boursiers, les devises et les taux d'intérêt**.

La **Russie** sera une fois de plus le marché à surveiller pendant l'année 2007. La surperformance très importante de 2006 était principalement liée à l'évolution des prix du pétrole et des matières premières. **Le prix du pétrole et du gaz, les événements politiques** (tensions avec les pays occidentaux, élections à la Duma en 2007 et présidentielles en 2008) **et la liquidité domestique vont déterminer les performances du marché en 2007**.

IV. Large Caps vs Small Caps ?

En Europe, nous prévoyons une **surperformance des actions de grandes capitalisations (« Large Caps »)**. Par « Large Caps », nous entendons les actions dont la capitalisation boursière est comprise entre 5 et 50 milliards d'euro. En effet, nous ne nous attendons pas à une surperformance des « Mega Caps » (plus de 50 milliards d'euro). Quant aux « Small Caps » et aux « Mid Caps » (entre 1 et 5 milliards d'euro), même si nous estimons qu'elles offrent toujours un certain potentiel, surtout dans la zone euro, nous ne désirons toutefois pas en faire un biais systématique. Notre politique consistera donc en une stratégie de sélection des actions individuelles très réfléchie et ciblée en fonction des opportunités offertes par ces actions de petites capitalisations (acteur de niche, sociétés susceptibles d'être impliquées dans des opérations de fusions et acquisitions, etc.)

Depuis 5 ans, les « Large Caps » ont systématiquement sous-performé, l'avantage de valorisation pour les « Mid/Small Caps » a par conséquent pratiquement disparu, principalement pour **les « Small Caps » qui peuvent à présent être considérées comme largement surévaluées**. D'autre part, le risque pour ce type d'actions a récemment augmenté (ralentissement potentiel de l'économie mondiale).

Autre élément à prendre en compte, l'évolution **de la taille des transactions dans le cadre des fusions et acquisitions**. Nous assistons peu à peu à une augmentation de la taille des transactions, ce qui implique que les sociétés de grandes capitalisations sont maintenant de possibles cibles de rachat. Jusqu'à présent les acquéreurs potentiels ne s'étaient intéressés qu'à des sociétés de petites ou moyennes capitalisations (« Small/Mid Caps »), ce qui avait d'ailleurs été l'un des facteurs de la surperformance de ce segment du marché des actions par rapport au « Large Caps ». Si les acquéreurs portent maintenant leur attention sur des sociétés de plus grande taille, cette tendance devrait également jouer comme un facteur de soutien pour les actions de grandes capitalisations.

Le présent document a un caractère purement informatif à destination des investisseurs institutionnels ou professionnels, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers et ne confirme aucune transaction, quelle qu'elle soit, sauf convention contraire expresse. Les informations reprises dans ce document nous ont été transmises par différentes sources. Bien que Dexia Asset Management apporte le plus grand soin dans le choix des sources de données ainsi que dans la transmission de ces informations, certaines erreurs ou omissions peuvent avoir échappé à notre attention. La performance passée d'un produit ne constitue en aucune façon une garantie des résultats futurs et la valeur des investissements peut varier à la hausse comme à la baisse. Les investisseurs doivent prendre leurs décisions de placement en fonction de leur propre situation financière et de leurs propres objectifs d'investissements en tenant compte de la réglementation à laquelle ils sont soumis. Dexia AM ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation du présent document. Le contenu de celui-ci ne peut être reproduit que moyennant l'accord écrit préalable de Dexia AM. Les droits de propriété intellectuelle de Dexia AM doivent être respectés à tout moment.