

3 Économies émergentes : ne jetons pas le bébé avec l'eau du bain !

KARINE HERVÉ, *Stratégie et Recherche Économique*

Une classe d'actifs offrant de nombreuses opportunités mais pas toujours facile à promouvoir

L'univers émergent demeure relativement peu connu du grand public et même de la plupart des gérants de portefeuille. Il faut dire qu'il est difficile de suivre de manière assidue un univers qui comporte autant de pays : 21 pour le MSCI et 65 pour l'EMBIG. Dans l'inconscient collectif, ces pays et leurs actifs, du fait de la méconnaissance qu'on en a, sont toujours considérés comme risqués. Ces classes d'actifs sont donc encore très délaissées et l'univers émergent reste sous-investi. Pourtant, cet univers représente d'importantes opportunités d'investissement qu'il convient de ne pas négliger.

Notamment, la diversité de cet univers en terme géographique mais aussi en termes de catégories de risque est un atout majeur permettant une meilleure optimisation de la gestion d'actifs. En effet, cet univers permet d'investir dans plus de 60 dettes souveraines mais aussi dans plus de 500 dettes d'entreprises et ce, que ce soit en dollars/en euros qu'en monnaies locales. Par ailleurs, cet univers qui représente aujourd'hui un marché liquide et profond avec plus de 14 000 milliards de dollars investissables, soit plus de 10 % de la dette mondiale, devrait continuer de croître avec le développement des places financières dans ces pays.

Cependant, depuis quelques années, ces économies ont dû faire face à de nombreux chocs économiques, financiers et politiques qui n'ont pas facilité la promotion de ces actifs. Parmi ces chocs, l'annonce par Ben Bernanke de la normalisation de la politique monétaire américaine en 2013 (Taper Tantrum), la chute des cours des matières premières l'année suivante et les doutes sur l'atterrissage de l'économie chinoise en 2015 ont certainement été les plus sévères.

Notons toutefois que tous les pays n'ont pas été affectés de la même manière. Les exportateurs nets de matières premières ont sans aucun doute été les plus pénalisés, au premier rang desquels la Russie et le Brésil qui rappelons-le ont également dû faire face à des chocs (géo) politiques. Par ailleurs, malgré ces différents chocs, les diverses classes d'actifs émergents ont relativement mieux performé que leurs homologues européens et américains sur la période 2013-2016. Précisons également qu'il convient de faire le distinguo entre performances des actifs financiers et situations macroéconomiques des pays. En effet, alors que le Brésil enregistrait une récession sans commune mesure, sa dette fait partie de celles qui ont offert les meilleurs rendements sur la période.

En outre, depuis le printemps 2016, l'environnement économique est devenu plus favorable aux économies émergentes. Les signes de stabilisation de l'économie chinoise, la remontée des prix des matières premières et la faible hausse des taux américains leur ont redonné des marges de manœuvre. L'élection de D. Trump aux plus hautes fonctions de la Maison Blanche en novembre, du fait de ses positions sur le protectionnisme et sur les accords de libre-échange mais aussi de ses propos virulents à l'encontre de certains pays comme le Mexique et la Chine, a de nouveau jeté un froid sur les économies émergentes. Les marchés ayant par ailleurs augmenté la probabilité d'un scénario de reflation aux États-Unis, il en a résulté une moindre collecte de capitaux pour les émergents et une dépréciation de la plupart des monnaies. Le peso mexicain en raison de son intégration commerciale et financière a été la première victime contraignant la banque centrale à augmenter drastiquement ses taux pour ancrer les anticipations d'inflation alors même que l'activité mexicaine décélère par rapport à 2015.

Toutefois, depuis le début du mois de janvier, les flux de capitaux sont de retour sur les émergents (cf. graphique 1) et les monnaies ont à peu près

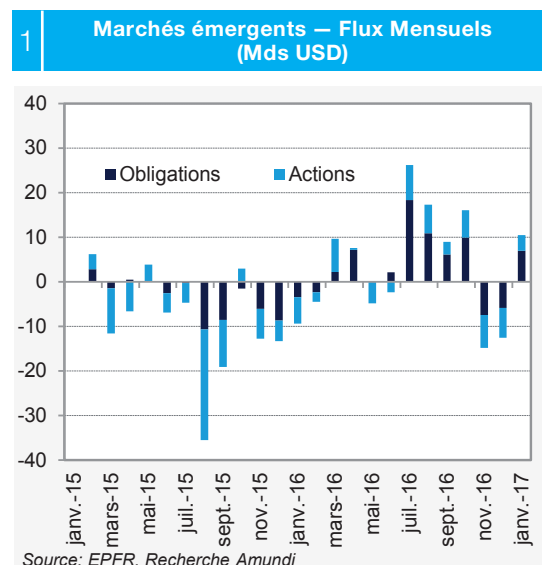
L'essentiel

Avec l'élection de Donald Trump, les marchés ont fortement révisé leurs anticipations.

Cela s'est traduit dans un premier temps, comme pour chaque nouvelle source de stress, par un retrait des économies émergentes. Toutefois, depuis un mois, les marchés reviennent vers ces économies et cela nous semble être justifié.



Depuis le printemps 2016, l'environnement économique est devenu plus favorable aux économies émergentes



Mars 2017

toutes regagné le terrain qu'elles avaient perdu depuis l'élection américaine. La correction qui est en train de s'opérer sur les marchés nous paraît sensée car le mouvement initial semblait excessif.

Des fondamentaux robustes malgré des années passées compliquées

Même si les profils économiques divergent d'un pays à l'autre, l'univers émergent dans son ensemble reste très attractif. Tout d'abord, alors que la croissance des émergents avait fortement décéléré en 2015 (4,2 %) en raison de récessions enregistrées dans certains pays comme le Brésil et la Russie, elle devrait rebondir en 2017-2018 aux alentours de 4,5 % alors même que celle des économies avancées devrait stagner (moins de 2 %), (cf. graphique 2). En outre, certains pays d'Asie continuent de croître à des rythmes supérieurs à 6 % (Inde, Chine et Philippines). Du côté de l'inflation, les tendances sont aussi à l'amélioration (cf. graphique 3). Dans les pays d'Asie et d'Europe émergente, en proie à de fortes pressions déflationnistes ces dernières années, la reflation est en cours. En Asie, c'est sans aucun doute la stabilisation de l'économie chinoise et le retour en territoire positif des prix de production qui sont à l'origine de cette remontée des prix. En Europe émergente, le vieillissement de la population pèse sur le marché du travail et les tensions salariales se transmettent au reste de l'économie. Dans les pays exportateurs nets de matières premières, la mise en œuvre d'une politique monétaire rigoureuse a permis un repli marqué de l'inflation qui devrait se poursuivre avec la stabilisation (voire l'appréciation de leur monnaie). Les cas de la Russie et du Brésil sont en ce sens remarquables. En effet, alors que la Russie et le Brésil enregistraient des niveaux d'inflation de respectivement 16 et 10 % en 2015, à la fin du mois de janvier 2017 ils étaient repassés sous la barre des 6 %. Cette diminution de l'inflation et des pressions inflationnistes redonne de nouvelles marges de manœuvre aux banques centrales. Certaines comme celles du Chili et du Brésil ont d'ores et déjà procédé à une ou plusieurs baisses de taux. Le desserrement des contraintes monétaires devrait redynamiser la croissance. Ainsi les économies qui ont été les plus touchées comme la Russie et le Brésil, deux années consécutives de récessions de forte ampleur, devraient renouer avec des taux de croissance positifs — rapidement pour la première et d'ici la fin 2017 pour la seconde.

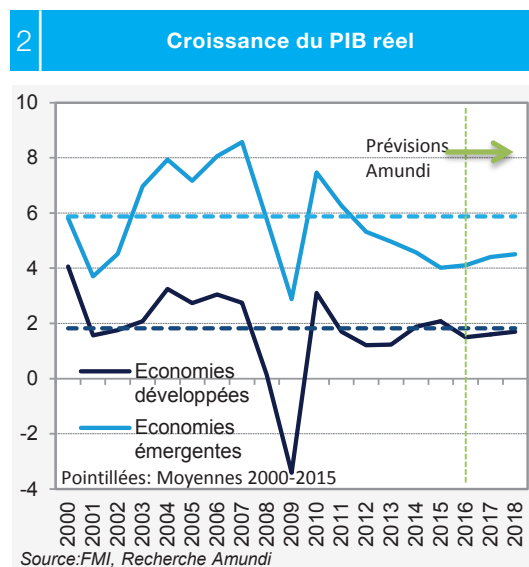
Bien entendu, ces différents chocs n'ont pas été sans impacter les déficits publics de certains pays. Toutefois, à quelques exceptions près (Brésil et Arabie Saoudite), ceux-ci sont restés relativement contenus. Par ailleurs, le niveau de la dette publique demeure dans la plupart des pays inférieur à 50 % du PIB (cf. graphique 4), ce qui est loin d'être le cas de la majeure partie des économies avancées. De surcroît, à l'exception des pays d'Europe émergente (Bulgarie, Croatie, Roumanie et Hongrie), le taux de prêts non performants de ces pays est comparable à celui des économies avancées. La dette de cet univers émergent est donc de bonne qualité. Du côté des comptes extérieurs, la situation est également largement meilleure qu'en 2014-2015 (cf. graphique 5). Au Q3 2016, mise à part la Turquie, les seuls pays à avoir des déficits courants encore importants i.e supérieurs à 3 % sont des pays exportateurs nets de matières premières (Afrique du Sud, Pérou, Colombie et Venezuela) qui ont subi de plein fouet la chute des cours. Le cas du Venezuela est extrême du fait de sa totale dépendance au pétrole et la résorption de son déficit prendra du temps si on exclut un retour des cours à leurs niveaux passés. En revanche, le déficit courant des trois autres pays devrait se réduire rapidement. Au niveau agrégé, l'univers émergent enregistre des excédents courants supérieurs à 2 % du PIB alors que les économies avancées sont encore déficitaires.

Un risque baissier qui ne doit pas être éliminé mais qui demeure limité

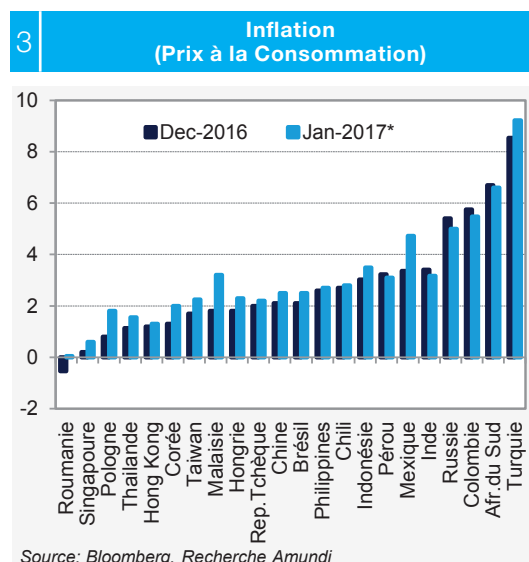
La bonne tenue des économies émergentes dépend, nous l'avons dit, de plusieurs facteurs : prix des matières premières, normalisation de la politique monétaire américaine, évolution du dollar et stabilisation de l'économie chinoise. A priori, les risques relatifs à ces divers facteurs sont limités. Les indicateurs



Les fondamentaux économiques se sont améliorés y compris dans la plupart des pays marqués par des années passées compliquées



L'élection de D. Trump est une nouvelle source d'incertitude qu'il convient toutefois à ce stade de ne pas surévaluer

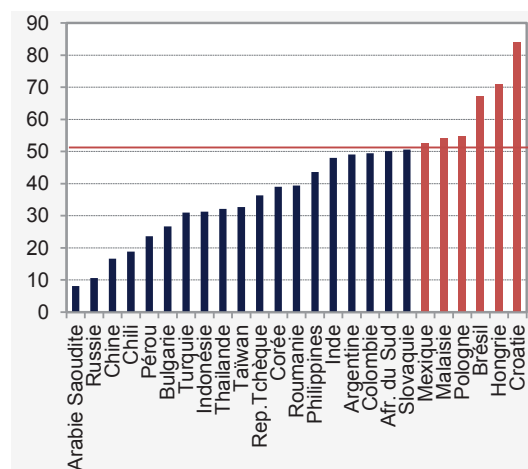


Mars 2017

économiques en provenance de Chine sont rassurants. Notre scénario central plaide en faveur d'une stabilisation de l'économie chinoise en 2017-2018, qui devrait d'ailleurs soutenir la demande et donc les prix des matières premières. En outre, sans choc économique et/ou géopolitique additionnel, les producteurs de pétrole ne devraient pas remettre en cause l'accord passé cet hiver. Outre-Atlantique, nous prévoyons que l'administration américaine ne pourra pas mettre en œuvre l'intégralité des mesures annoncées, le Congrès n'étant pas favorable au creusement des déficits publics. Par conséquent, les gains de croissance devraient être tenus et ne se matérialiser qu'en 2018. L'inflation sous-jacente devrait donc être contenue. Nous prévoyons deux hausses de taux de 25pb chacune, déjà « pricées » par les marchés et qui ne devraient donc pas avoir d'impact majeur sur les économies émergentes. De même, les taux longs américains ne devraient pas augmenter significativement. Enfin, les marchés des changes seront sans aucun doute encore très volatils du fait des annonces du Président américain mais en moyenne le dollar devrait se stabiliser.

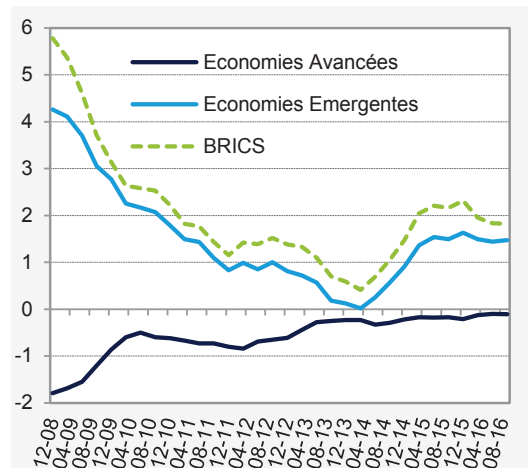
En effet, l'arrivée de D. Trump au pouvoir a constitué une nouvelle source d'incertitude pour les économies émergentes mais nous pensons que la réaction de marché a été un peu excessive et que la correction en cours est en quelque sorte logique. Il est évident qu'une remise en cause des accords de libre-échange serait un frein à la croissance mondiale et que certaines économies pourraient en pâtir. Cependant, avant que ces accords soient abandonnés ou modifiés, il y a un certain délai que les économies émergentes vont sans aucun doute mettre à profit pour entériner de nouveaux accords bilatéraux avec d'autres pays. Enfin, les accusations de D. Trump envers la Chine, qui nous apparaissent être comme le risque le plus important, sont multiples et répétées mais à ce stade il s'agit de beaucoup d'agitation et on n'a toujours pas vu d'actes majeurs en provenance de la Maison Blanche. Du côté chinois, on ne note a priori pas d'inquiétudes marquées à ce sujet même si à quelques mois d'un congrès du Parti communiste le Président Xi Jinping vient de procéder à un remaniement au sein de son équipe économique et financière en vue de gérer au mieux le ralentissement de l'économie, l'endettement des collectivités locales et les sorties de capitaux etc. Entre discours grandiloquents et pragmatisme, les autorités chinoises semblent penser que le nouveau tonitruant Président des États-Unis sera par la force des choses obligé de céder à la raison. Le cas échéant, nul doute que les héritiers de « L'Art de la guerre » (Sun Tzu) sauront affuter leurs armes les temps venus.

4 Dette Publique (2016 T3, % PIB)



Source: Datastream, Recherche Amundi

5 Compte Courant (Q3 2016, % PIB, CVS)



Source: Bloomberg, Recherche Amundi



Amundi Research Center
Top-down
Asset Allocation
Bottom-up
Corporate Bonds
Fixed Income



Foreign Exchange
Money Markets
Equities

Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:
research-center.amundi.com

Monetary Policies
Forecasts
Investment Strategies
Quant
Emerging Markets
Sovereign Bonds
Private Equity
Real Estate
High Yield

Publications récentes

Working Papers

- **Portfolio optimisation in an uncertain world**
MARIELLE DE JONG — *Recherche Quantitative*
- **The Reactive Covariance Model and its implications in asset allocation**
EDUARDO ABI JABER — *Quantitative Analyst – ENSAE ParisTech* — DAVE BENICHO, *Portfolio Manager*, HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*
- **On the stationarity of dynamic conditional correlation models**
JEAN-DAVID FERMANIAN — *Professor of Finance & Statistics, CREST/ENSAE* — HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*

Discussion Papers Series

- **Cycles et allocation d'actifs : les choix essentiels en matière de placement**
ÉRIC MIJOT — *Stratégie et Recherche Économique*
- **Droits de l'homme et entreprises. Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme ?**
MARIE NAVARRE, ARNAUD PEYTHIEU — *Analyse ESG*
- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité ?**
CATHERINE CROZAT — *Analyse ESG*
- **The emergence of the Renminbi as an international currency: where do we stand now ?**
BASTIEN DRUT — *Stratégie et Recherche Économique* — PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse* — MO JI — *Stratégie et Recherche Économique* — ÉRIC TAZÉ-BERNARD — *Conseil en allocation d'actifs*
- **Les perturbateurs endocriniens dans l'analyse ESG**
MARIE NAVARRE, AURÉLIE RENARD — *Analyse ESG*

Spécial Focus

- **Les banques : le maillon faible de la reprise européenne**
VALENTINE AINOZ — *Stratégie et Recherche Économique* — YASMINE DE BRAY — *Analyse Actions*
- **Afrique du Sud : le contexte politique est-il responsable du ralentissement de la croissance ?**
KARINE HERVÉ — *Stratégie et Recherche Économique* — GWENDOLINE IBRE — *Stratégie et Recherche Économique*

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*, MO JI – *Hong-Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

Support

– PIA BERGER
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

– BENOIT PONCET
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication : Pascal Blanqué
Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com

Amundi, Société anonyme au capital de 746262615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo : iStock by Getty Images - mfiatt / batdelfuego99 / aiblec