

## ÉMERGENTS

### Recherche des points d'entrée et d'opportunités de portage

#### L'essentiel

Après une année difficile pour les actifs émergents, nous prévoyons une amélioration de l'environnement économique et financier jusqu'en 2019, et nous entrevoyons quelques points d'entrée possibles durant la seconde partie de l'année, lorsque le cycle de durcissement de la Fed sera proche de sa fin. L'exposition aux dynamiques commerciales, les faibles vulnérabilités externes et les marges de manœuvre en termes d'action politique seront les facteurs clés pour identifier les gagnants et les perdants parmi les actions, les obligations et les devises émergentes. La sélection restera le maître-mot en termes de placements sur les marchés émergents en 2019.

#### Accélération de la croissance dans les pays émergents par rapport aux marchés développés au second semestre 2019 et en 2020

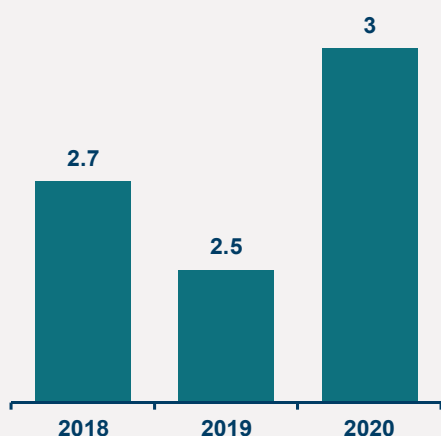
Nous prévoyons que le différentiel de croissance entre marchés émergents et développés se retournera en faveur des émergents au second semestre 2019, en raison du ralentissement probable du cycle économique américain et de la légère reprise des émergents. Comme en 2018, la performance économique des **marchés émergents sera principalement tirée par la demande intérieure** (consommation des ménages et investissements), plus que par la demande extérieure, sauf perturbation majeure dans les relations commerciales entre les États-Unis et la Chine. En ce qui concerne les investissements en capital fixe, nous pourrions observer une certaine stabilisation/décélération résultant des tensions commerciales (déjà mises en œuvre ou prévues) qui ont affecté la confiance des entreprises et donc les décisions d'investissement (notamment en Asie du Nord et au Mexique). Les projets nationaux, notamment ceux visant à combler les lacunes en matière d'infrastructures - dont certains ont déjà été lancés en 2018 - se poursuivront en 2019 (notamment en Indonésie et aux Philippines).

En ce qui concerne la consommation, nous verrons une inflation très modeste et des économies plus proches de leur potentiel, ce qui devrait réduire les capacités inutilisées sur le marché du travail et soutenir les dépenses des ménages.

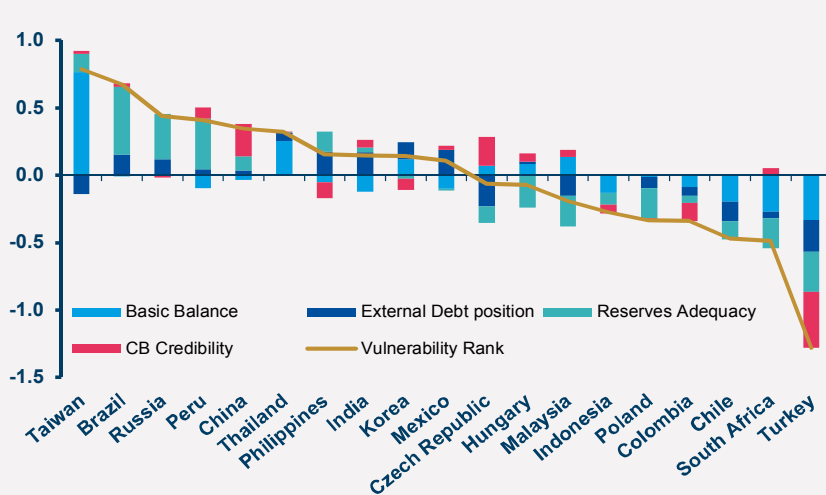
#### Gagnants et perdants : observer la dynamique commerciale et la solidité de la Chine...

2018 a été une année de changement dans la dynamique de la mondialisation à travers le monde. Une évolution vers moins de multilatéralisme est en cours, accélérée par le populisme et par des gouvernements plus nationalistes dans de nombreux pays. **L'évolution de l'environnement commercial mondial est devenu moins**

#### 1/ Écart de PIB réel entre marchés développés et émergents (%)



#### 2/ Classement Amundi de la vulnérabilité des pays émergents



Source : Recherche Amundi. Données au 15 octobre 2018.

**certaine.** D'un côté, il y a encore de bonnes pratiques à adopter pour essayer de maintenir la coopération mondiale : modernisation et implication de l'Organisation mondiale du commerce dans certains domaines qui sont aujourd'hui plus pertinents que par le passé (p. ex., les services) et conclusion d'accords régionaux nouveaux ou en cours d'élaboration, afin de construire un multilatéralisme plus adapté. Mais d'autre part, l'urgence pour les pays de défendre leurs propres cycles économiques contre la récente vague de protectionnisme et de volatilité sur le marché des changes incite à des représailles unilatérales qui pourraient devenir plus désordonnées dans un avenir proche (notamment les augmentations de droits d'importation en Inde et en Indonésie). L'évolution des mesures liées au commerce demeure très incertaine ; nous croyons qu'une escalade vers une guerre commerciale généralisée est possible, ce n'est cependant pas notre scénario de base, même si une forte amélioration et un recul des tarifs douaniers nous semblent également très improbables.

**Les perspectives de la Chine sont cruciales dans un contexte de restriction des échanges commerciaux.** Malgré les droits de douane américains sur une valeur de 250 milliards de dollars d'exportations chinoises, la croissance de la Chine devrait se maintenir grâce à une combinaison de mesures concernant la politique monétaire, budgétaire et du RMB.

Si des tarifs douaniers supplémentaires sur 267 milliards de dollars de marchandises sont mis en œuvre (couvrant la totalité des exportations chinoises vers les États-Unis), la Chine devra procéder à de nouvelles réductions de son ratio de réserves obligatoires ainsi qu'à des réductions des taux bancaires de référence. Elle devra aussi adopter une politique budgétaire plus agressive et déprécier le RMB davantage, pour compenser partiellement les éventuels dommages. En outre, des effets de contagion négatifs pourraient apparaître suite aux modifications de la chaîne d'approvisionnement chinoise, qui est profondément intégrée avec d'autres pays, principalement dans la région asiatique. Alors que nous nous attendons à ce que la Chine fasse plus d'efforts pour s'orienter vers le secteur manufacturier moyen et haut de gamme, le déplacement du bas de gamme et d'une partie du milieu de gamme vers d'autres marchés émergents pourrait s'accélérer. Des pourparlers stratégiques sont déjà en cours dans certains pays de la région, comme l'Indonésie, au sujet d'une éventuelle délocalisation de la production dans des secteurs tels que le mobilier.

### ... tout en se concentrant sur les pays moins vulnérables aux facteurs extérieurs et disposant de marges de manœuvre en matière de politiques économiques

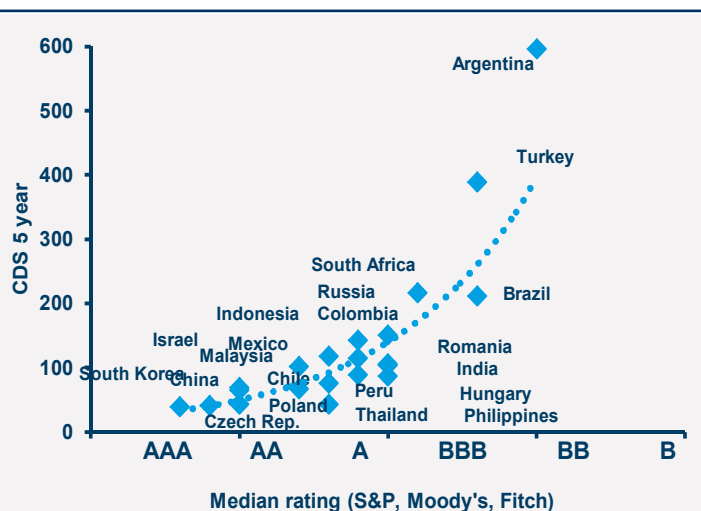
Depuis avril 2018, lorsque le dollar américain a commencé à se renforcer de manière plus convaincante, l'attention des banques centrales s'est clairement déplacée des considérations nationales vers des facteurs mondiaux/externes. Pour 2019, nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive tant que la Fed maintiendra un discours de resserrement monétaire. Toutefois, la détérioration des conditions macroéconomiques (essentiellement d'origine extérieure) devrait bientôt commencer à peser davantage sur les décisions des banques centrales. **Nous considérons les pays ayant la capacité de soutenir leur économie avec leur politique monétaire comme étant les moins vulnérables aux facteurs extérieurs** (plus sûrs dans un contexte de durcissement de la politique monétaire américaine), et des perspectives d'inflation plus stables dans la fourchette cible des banques centrales. En ce qui concerne leurs politiques budgétaires, les différents gouvernements devraient faire des progrès dans la mise en place de mesures fiscales tampons grâce à des trajectoires de dette soutenables, des objectifs budgétaires prudents et crédibles, des assiettes fiscales plus élevées, des politiques de subventions mieux ciblées (le cas échéant) et des règles budgétaires transparentes. À cet égard, nous ne pensons pas que l'objectif budgétaire de

### 3/ Capacité fiscale vs capacité de la politique monétaire des émergents

Capacité budgétaire			
Capacité de la politique monétaire	BASSE	MOYENNE	ÉLEVÉE
BASSE	Pologne, Turquie.	Mexique, Philippines, Afrique du Sud	Chili, Indonésie, Malaisie
MOYENNE	Brésil, Hongrie, Inde		Colombie, Rep. Tchèque
ÉLEVÉE		Chine, Corée du Sud, Thaïlande	

Source : Recherche Amundi, données au 15 octobre 2018.

### 4/ Niveaux des CDS vs notation des émergents



Source : Recherche Amundi. Données au 15 octobre 2018.

L'Argentine, tel que défini dans le plan révisé du FMI, soit crédible et financièrement réalisable ; à un moment donné il deviendra nécessaire de le renégocier. Ces tampons devront permettre à certains pays de mieux gérer le contexte de fin de cycle.

## Obligations des marchés émergents

Après une année difficile, les conditions devraient s'améliorer progressivement tout au long de 2019. Dans la première partie de l'année, nous prévoyons toujours une certaine pression sur la classe d'actifs, car la Fed continuera à normaliser son bilan et à relever ses taux, dans un contexte de liquidité plus serrée qui est moins favorable aux actifs à risque. Les vulnérabilités externes doivent faire l'objet d'un suivi rigoureux au cours des prochains mois, car le durcissement des conditions financières peut entraîner des tensions, et ce, non seulement dans les pays les plus vulnérables, responsables des risques idiosyncrasiques de 2018, mais également à un niveau plus large. **En ce qui concerne la dette en devise locale, nous estimons que les valorisations ne sont pas particulièrement attractives pour la classe d'actifs** et nous prévoyons que les taux réels augmenteront en 2019, tout en demeurant légèrement inférieurs à la moyenne post-*tapering*. En matière de dette en devises fortes, notre objectif d'écart de taux pour l'EBMI en 2019 est proche de 400 points de base, légèrement supérieur aux niveaux actuels. En raison d'un contexte difficile pour les taux de change des pays émergents (voir page suivante), **notre préférence pour l'année à venir reste la dette en devise forte**. Dans la deuxième partie de l'année prochaine, nous prévoyons des conditions plus favorables tant pour la dette en devise forte qu'en devise locale, lorsque les signes d'un ralentissement de l'économie américaine se manifesteront, et que nous approcherons de la fin du cycle de durcissement de la Fed. Dans ce contexte, nous pensons que les obligations émergentes seront de nouveau sous les feux de la rampe, grâce également aux **rendements attractifs offerts aux investisseurs**. La sélection sera essentielle, avec une attention particulière à la soutenabilité de la dette, en particulier dans le secteur des entreprises. Enfin, il convient de noter que certains facteurs techniques pourraient affecter la classe d'actifs l'an prochain. En avril, les obligations chinoises seront intégrées au Bloomberg Barclays Global Aggregate Index. Or les étrangers ne détiennent actuellement que 2,3 % de ce qui est le troisième marché obligataire mondial en taille. De plus, en 2019, les pays du Conseil de coopération du Golfe (GCC) seront ajoutés au JPM EM USD Sovereign index. L'inclusion de la dette souveraine du Conseil de coopération du Golfe pourrait s'avérer être un stimulant majeur pour la région, peut-être aux dépens de pays à haut rendement. Que ce soit l'inclusion des pays du GCC ou de la Chine, les investisseurs mondiaux devraient voir une opportunité dans cet élargissement de la diversification.

## Actions des marchés émergents

Cette année, les actions émergentes ont rencontré de nombreux obstacles en termes de croissance, de durcissement des liquidités et de hausse des taux américains. **Certains obstacles subsisteront en 2019** : le durcissement de la politique de la Fed au premier semestre, un ton plus dur de la part des banques centrales des pays émergents, le ralentissement de l'économie mondiale et les problèmes actuels liés aux échanges commerciaux. En outre, 2019 devrait à nouveau être une année **chargée pour l'agenda politique des marchés émergents** avec probablement une volatilité élevée. Par ailleurs, **les perspectives relatives aux produits de base constituent probablement un autre facteur à surveiller** : d'une part, la correction des cours du pétrole attendue en 2019 est un facteur négatif pour l'ensemble des actions émergentes, tant en termes de cours que de bénéfices, mais aussi pour les exportateurs de pétrole comme la Russie ; d'autre part, la baisse des cours du pétrole peut partiellement compenser le ralentissement de l'activité mondiale chez les importateurs de pétrole tels que l'Inde, les Philippines et la Turquie. Pour l'ensemble des marchés émergents, les valorisations sont neutres/légèrement bon marché par rapport aux niveaux corrigés des variations conjoncturelles. Cela signifie que la correction récente sur les marchés émergents a été trop brutale et que, malgré un cycle en décélération, **un potentiel de hausse subsiste**. Le positionnement des investisseurs n'est pas non plus excessif sur les marchés émergents, ce qui pourrait fixer un plancher à la baisse. En termes de **prévisions de bénéfices**, nous sommes plus prudents que le marché. 2018 a déjà été marqué par la décélération de la croissance des BPA. Si l'on considère que nous nous attendons à un scénario peu brillant en termes de demande mondiale, d'exportations des marchés émergents et de pétrole, les BPA des émergents devraient encore ralentir ; nos prévisions internes pour 2019 sont faibles (+4 %) et inférieures au consensus IBES (proche de +12 %). Des surprises positives pourraient provenir d'un rebond des matières premières hors pétrole (tant les métaux de base que l'agriculture) et d'une dépréciation de l'USD pondéré des échanges commerciaux par rapport aux devises émergentes, ce qui a historiquement profité aux BPA des marchés émergents.

En termes de styles, nous pensons que la **valeur** et, en particulier les **dividendes**, seront des facteurs clés à surveiller en 2019. Les actions émergentes à dividendes élevés se classent parmi les meilleures performances en cumul annuel, dans un contexte de perception accrue du risque. De nombreuses entreprises émergentes augmentent leur taux de distribution et nous pensons que le rendement restera favorable en raison d'un réajustement général pour faire face au ralentissement économique cyclique. Le rendement est très élevé en République tchèque, en Turquie, en Russie et à Taïwan, mais il augmente également dans d'autres pays comme la Turquie, l'Indonésie, les Philippines et la Chine. Il s'améliore également en Inde mais, malgré la récente correction, les valorisations sont encore un peu chères. Un autre facteur de surperformance en phase de fin de cycle est la **qualité**. Elle se réfère principalement aux entreprises affichant une rentabilité des fonds propres élevée et stable. En termes de rentabilité prévisionnelle des fonds propres, nous prévoyons de bons chiffres pour l'Indonésie, la Turquie, le Mexique et l'Inde, ainsi que quelques améliorations pour le Brésil.

L'ensemble des éléments décrits ci-dessus (politique, différends commerciaux, matières premières et perspectives de bénéfiques) détermineront les gagnants et les perdants sur le plan des actions émergentes. **Dans cette classe d'actifs, certains points d'entrée se concrétiseront potentiellement durant la seconde partie de l'année**, mais une approche très sélective restera essentielle pour éviter les écueils. Nos préférences géographiques pour l'année à venir sont :

- En **Asie**, la Chine, les Philippines, l'Indonésie et, partiellement, l'Inde. Ces pays présentent une bonne combinaison de fondamentaux favorables, de valorisations robustes et de solidité macroéconomique. Dans le cas de l'Indonésie, la vulnérabilité externe est à surveiller de près. L'Inde, l'Indonésie et les Philippines devraient également bénéficier de la baisse des cours du pétrole.
- En **Amérique latine**, le Brésil et le Pérou. Au Brésil, les fondamentaux se sont améliorés sur le plan des valorisations, de la rentabilité prévisionnelle et des dividendes, cependant certaines incertitudes entourent le programme de réformes qui sera mis en œuvre par le nouveau gouvernement.
- Dans la zone **EMOA**, nous sommes actuellement optimistes à l'égard de la Russie au vu de la conjoncture économique positive et des cours du pétrole, mais nous restons prudents pour 2019 en raison de la dynamique pétrolière. La Turquie semble très attrayante du point de vue fondamental, mais la décélération de la croissance due à la rigidité de la politique monétaire imposée par les fragilités du marché des changes fera dérailler la croissance du PIB au cours de l'année prochaine. Notre scénario de référence est donc celui d'une récession en 2019.

## Devises émergentes : moteurs et perspectives

Nous restons prudents sur les marchés des changes émergents. Il sera très important, à notre avis, d'être sélectif parmi les pays qui affichent des valorisations favorables sur le marché des changes. Nous continuons à préférer les devises à portage élevé/faible volatilité qui sont moins exposées aux vulnérabilités externes et qui bénéficient de valorisations correctes (rouble, real brésilien, peso mexicain, renminbi, baht thaïlandais, won sud-coréen, roupie indienne).

<b>Perspectives de l'USD</b>	Nous prévoyons une appréciation marginale des devises émergentes par rapport à l'USD, principalement en raison de la sous-évaluation du MXN et, à notre avis, à l'appréciation du CNY (en cas d'absence d'escalade de la guerre commerciale). Le rapatriement des bénéfiques des sociétés américaines continuera d'exercer une pression sur les marchés des changes émergents.
<b>Rendements américains et taux réels émergents</b>	Les taux réels devraient augmenter, en raison de la tendance au durcissement des banques centrales des marchés émergents. En ce qui concerne les taux américains, nous nous attendons à ce que le rendement américain à 10 ans reste stable l'année prochaine, mais chaque mouvement un peu brusque sera observé par les investisseurs et les banques centrales des pays émergents, ceux-ci étant considérés comme un risque pour les taux de change émergents.
<b>Conflits commerciaux</b>	Dans notre scénario de référence, les tensions sur le commerce persisteront, mais ne s'intensifieront pas. Cependant, la situation n'évoluera pas de manière linéaire et ces difficultés provoqueront probablement une dépréciation des devises dans les pays préoccupés par leur croissance intérieure.
<b>Rôle du renminbi</b>	Nous prévoyons une appréciation du renminbi à 6,7, celui-ci prenant une part croissante dans les réserves de change mondiales, à commencer par les banques centrales asiatiques. Ce point de vue pourrait être remis en question en cas d'escalade des tensions commerciales : une faiblesse accrue du CNY nuirait au reste du marché des devises des pays émergents.

## Avertissement

---

**Directeur de la publication : Pascal Blanqué**

**Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide**

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. ([www.msicibarra.com](http://www.msicibarra.com)).

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](mailto:info@amundi.com).

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1 086 262 605 euros — 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](http://www.amundi.com)

Crédit photo : iStock by Getty Images - metamorworks; blackdovfx

# 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**

## Contributeurs

AINOUZ Valentine, Stratégiste Taux et change

ARIAS Pedro Antonio, Directeur du Pôle Actifs Réels et Alternatifs

BERARDI Alessia, Responsable adjoint de la Recherche Macroéconomique

BERTINO Claudia, Responsable Amundi Investment Insights Unit

BERTONCINI Sergio, Responsable de la Recherche Taux et change

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

BOROWSKI Didier, Responsable de la Recherche Macroéconomique

BRARD Eric, Directeur du métier Fixed Income

CESARINI Federico, Stratégiste Multi-Asset

DEFEND Monica, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche

DELBÒ Debora, Stratégiste Actions

DRABOWICZ Alexandre, Responsable adjoint Actions

FIOROT Laura, Responsable adjointe Amundi Investment Insights Unit

FORTES Roberta, Stratégiste Change

GERMANO Matteo, Directeur du Métier Gestions diversifiées

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie Actions, Responsable adjoint de la Stratégie

MORTIER Vincent, CIO Adjoint Groupe

PIRONDINI Marco, Directeur Actions, États-Unis

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Stratégie Multi-Asset

SYZDYKOV Yerlan, Responsable des Marchés Émergents

TAUBES Kenneth J. Directeur des Investissements US

TROTTIER Laurent, Responsable de la Gestion ETF, Indicielle & Smart Beta

WANE Ibra, Stratégiste Actions

## Rédacteur en chef

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

## Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la Recherche Macroéconomique

DEFEND Monica, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche

## Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche