

PERSPECTIVES

Monnaies, commerce et autres nuages

Août 27, 2018

Au premier semestre 2018, les marchés émergents ont bravé une tempête d'incertitudes. Chetan Sehgal, Templeton Emerging Markets Equity, revient sur les difficultés rencontrées par la classe d'actifs, notamment le raffermissement du dollar américain et l'escalade des tensions commerciales, et présente quelques fondamentaux positifs à plus long terme. Selon lui, certaines craintes sont injustifiées.

Après s'être très bien tenus au cours des deux dernières années, les marchés émergents dans leur ensemble ont été à la peine au premier semestre 2018. Les investisseurs se sont concentrés sur les facteurs négatifs, en particulier la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis, la fermeté du dollar américain et les inquiétudes liées au commerce. Selon nous, certaines de ces craintes sont toutefois injustifiées.

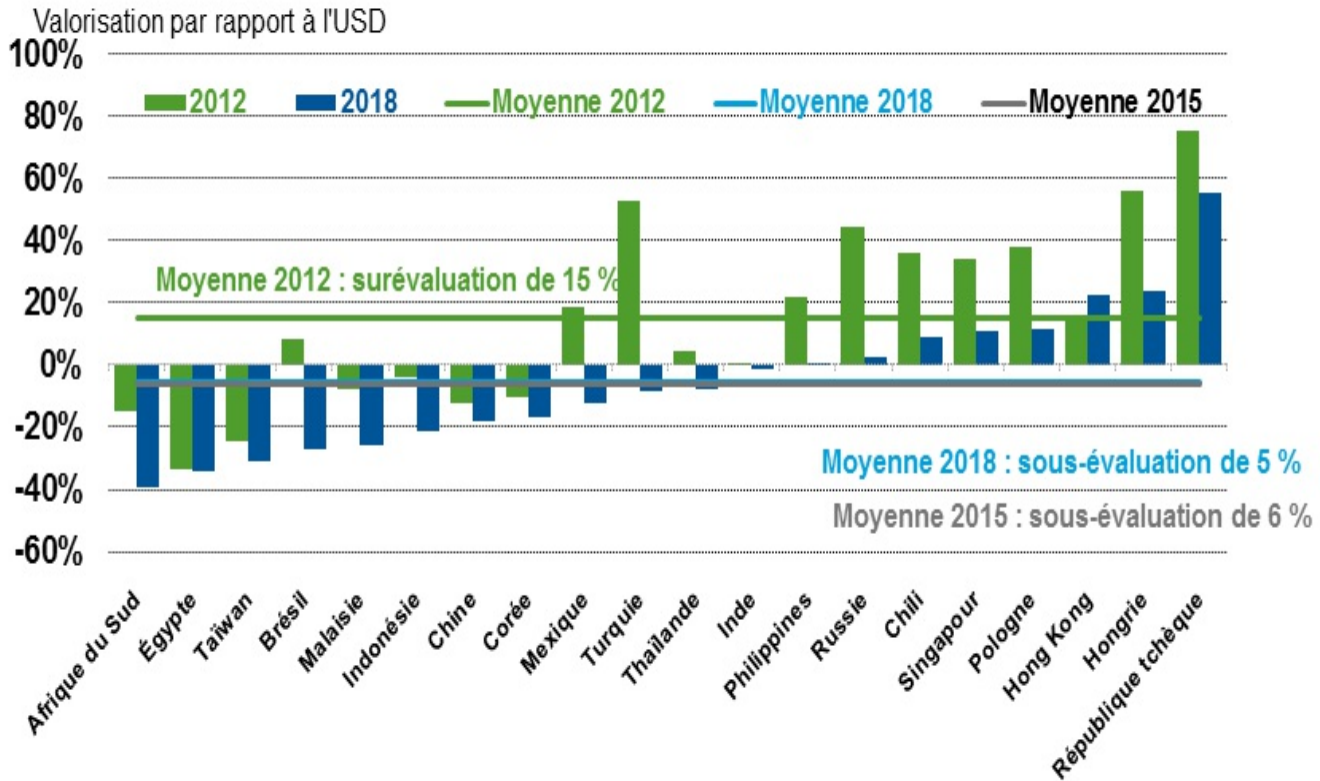
Certes, un environnement caractérisé par des hausses de taux d'intérêt aux États-Unis et un raffermissement du dollar américain, qui sont le reflet de la solidité de l'économie américaine, peut avoir des répercussions sur les marchés émergents. Si la bonne santé de l'économie américaine est de bon augure pour l'économie mondiale (marchés émergents compris), les hausses des taux d'intérêt peuvent accroître le coût de remboursement de la dette extérieure pour les emprunteurs. Ainsi, les monnaies locales ont subi des pressions, le service de la dette libellée en USD devenant de plus en plus difficile à assurer. Les marchés perçus comme « plus risqués » ont souffert de sorties de capitaux. Cette année, nous avons constaté une fuite des capitaux sur les places boursières des marchés émergents. De plus, certaines monnaies se sont dépréciées, devenant fortement sous-évaluées par rapport au dollar américain. Nous ne pensons pas que les marchés reflètent les fondamentaux positifs que nous observons.

Certains pays en proie à des difficultés budgétaires continuent de faire les gros titres. Il convient toutefois de noter qu'ils représentent une partie relativement modeste de la classe d'actifs globale des marchés émergents et que leurs fondamentaux ne sont pas beaucoup plus faibles. Par exemple, la Turquie représente seulement 2 % de l'indice MSCI Emerging Markets, le Pakistan 0,5 %, et l'Argentine n'y figure pas encore.[\[1\]](#)

Les monnaies des marchés émergents semblent sous-évaluées

Valorisation des monnaies des grands ME en parité de pouvoir d'achat (PPA)

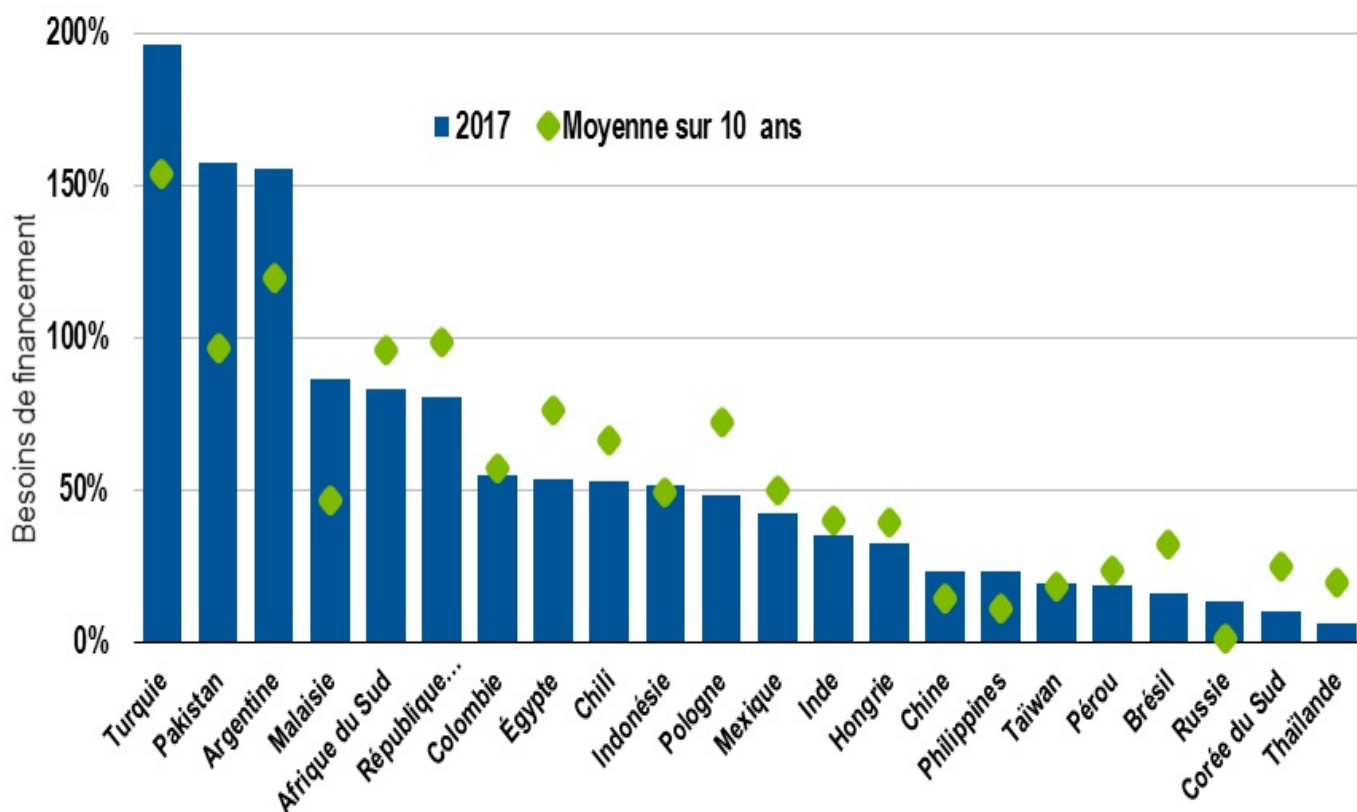
2012 vs. 2018



À titre d'information seulement. Les performances passées ne constituent pas un indicateur ni une garantie des performances futures.

Sources : FMI, FactSet, Franklin Templeton. Consultez le site www.franklintempletondatasources.com pour obtenir des informations supplémentaires sur les fournisseurs de données. Date de référence de janv. 1990 ; mise à jour en juin 2018.

Besoins de financement extérieur brut (% des réserves de change)
2008-2017



À titre d'information seulement. Les performances passées ne constituent pas un indicateur ni une garantie des performances futures.

Source : Factset, FMI, Capital Research. Juin 2018. Rien ne garantit que les prévisions, projections ou estimations se réalisent. Consultez le site www.franklintempletondatasources.com pour obtenir des informations supplémentaires sur les fournisseurs de données.

Rétrospective et perspectives

Les marchés sont tournés vers l'avenir et, s'agissant des marchés émergents, ont tendance à dépasser les prévisions à la baisse. C'est ce qui c'était passé en 2013, quand la Réserve fédérale américaine (Fed) a annoncé qu'elle « réduirait » son programme d'assouplissement quantitatif, puis en 2015 lorsqu'elle a commencé à durcir sa politique monétaire. Le sentiment à l'égard des marchés émergents était négatif. S'il est vrai que certaines économies étaient vulnérables, les marchés avaient, dans certains cas, anticipé des niveaux de crise. Les monnaies sont devenues sous-évaluées et, en l'absence de crise, ont rebondi. L'aversion pour le risque à court terme et une légère remontée des attentes en matière de taux d'intérêt ont contribué au récent raffermissement du dollar. Reste toutefois à savoir si cette fermeté perdurera.

Cette année, les investisseurs ont exprimé des craintes relatives non seulement aux taux d'intérêt et au billet vert, mais aussi aux tarifs douaniers américains. Alors que l'accent était mis sur les tarifs douaniers américains, le fait est que les échanges entre les partenaires régionaux des marchés émergents ont augmenté et stimulé la croissance.

Cible de nombreux tarifs douaniers américains, la Chine est néanmoins devenue un contrepoids aux États-Unis en termes de volume et de valeur des échanges en Asie et à travers l'ensemble des marchés émergents. Premier marché exportateur pour bon nombre de pays, la Chine cherche à consolider ses relations commerciales en dehors des États-Unis. À la suite de l'imposition des tarifs douaniers américains, la Chine a réduit, voire supprimé, un certain nombre de tarifs douaniers sur les biens importés de plusieurs pays de la région, dont la Corée du Sud, l'Inde, le Bangladesh et le Laos, ce qui pourrait aider ces pays à affronter la bataille commerciale livrée par les États-Unis.

Perspectives à plus long terme

Aux États-Unis, les récentes baisses d'impôts ont stimulé la croissance économique et les prix des actifs, mais ont alimenté les craintes inflationnistes et sont allées dans le sens d'une hausse des taux d'intérêt. Il convient de noter que les baisses d'impôts aux États-Unis sont financées par le déficit, ce qui devrait exercer des pressions à la baisse sur le dollar à plus long terme.

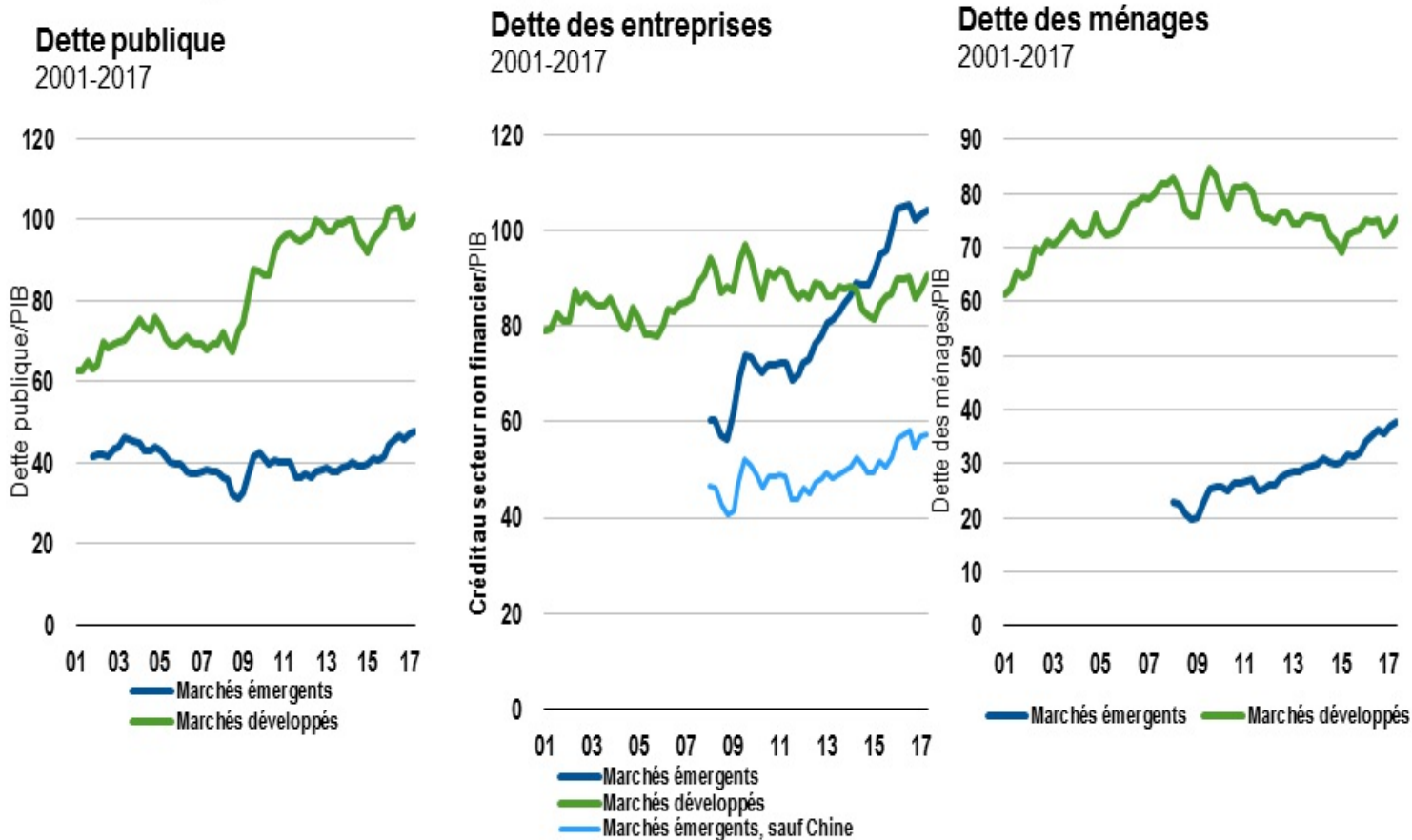
Les motifs d'optimisme quant aux marchés émergents ne manquent pas.

- Ainsi, la **croissance du produit intérieur brut** des marchés émergents dépasse celle des marchés développés depuis de nombreuses années, et rien n'indique que cette tendance s'inversera.
- La **génération de flux de trésorerie** a considérablement augmenté et, lorsqu'elle est associée à une plus grande discipline en termes d'allocation des capitaux, offre des rendements supérieurs aux actionnaires et permet aux entreprises de réduire leurs bilans.
- De même, la **croissance des bénéficiaires** s'est montrée solide, sans baisses d'impôts gonflant provisoirement les chiffres comme aux États-Unis. Nous avons constaté une évolution à long terme vers des moteurs plus nationaux, tels que la technologie et la consommation sur les marchés émergents. Malgré ces bonnes nouvelles, les valorisations boursières sont devenues encore meilleur marché.
- De plus, les **déficits de la balance courante** se sont résorbés sur de nombreux marchés émergents, dans leur ensemble excédentaires. Un changement de taille par rapport au « taper tantrum » de 2013.
- L'**encours de la dette sur les marchés émergents** est désormais majoritairement libellé en monnaie locale plutôt qu'en dollar américain, ce qui représente une évolution majeure par rapport aux décennies passées. Associé à des régimes de taux de change variable, l'effet négatif de l'augmentation des taux d'intérêt aux États-Unis s'en est trouvé réduit.

Si les marchés se font l'écho de certaines craintes et incertitudes, il nous semble que de nombreuses économies émergentes sont en bien meilleure forme qu'elles ne l'ont été pendant les autres périodes de correction.

Des taux plus élevés pourraient avoir un impact disproportionné sur les marchés développés

Marchés émergents vs. marchés développés: Dette



À titre d'information seulement. Les performances passées ne constituent pas un indicateur ni une garantie des performances futures.

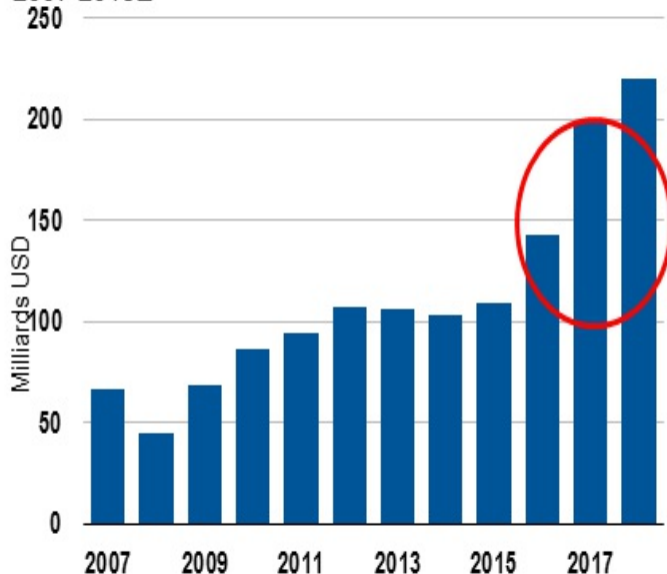
Source : Banque des règlements internationaux ; décembre 2017, crédit au secteur non financier* de tous secteurs à la valeur de marché - Pourcentage du PIB ; *entreprises non financières (privées et publiques).

La capacité bénéficiaire et les flux de trésorerie continuent de s'améliorer

Croissance des flux de trésorerie disponibles, croissance du BPA

Flux de trésorerie disponible en Asie, hors Japon

2007-2018E



Progression des bénéfices attendus sur les ME

Janvier 2012-juin 2018



À titre d'information seulement. Les performances passées ne constituent pas un indicateur ni une garantie des performances futures. Rien ne garantit que les prévisions, projections ou estimations se réalisent. Croissance du BPA à 12 mois. Juin 2018.

Sources : FactSet, Merrill Lynch, MSCI, prévisions d'IBES. L'indice MSCI Emerging Markets (MSCIEM) reflète les moyennes et grandes capitalisations de 24 pays émergents. L'indice MSCI World reflète les moyennes et grandes capitalisations de 23 pays développés. Les indices ne font l'objet d'aucune gestion et il n'est pas possible d'y investir directement. Ils ne tiennent pas compte des frais, dépenses ou droits d'entrée. MSCI n'offre aucune garantie et décline toute responsabilité quant aux données MSCI reproduites dans le présent document. Aucune redistribution ou utilisation n'est autorisée. Le présent rapport n'est ni préparé ni approuvé par MSCI. Consultez le site www.franklintempletondatasources.com pour obtenir des informations supplémentaires sur les fournisseurs de données.

Réaction asymétrique des marchés aux tensions commerciales

Que vous parliez ou non de guerre commerciale, les marchés ont réagi de façon très asymétrique à l'imposition des tarifs douaniers américains et aux mesures de riposte annoncées par la Chine et d'autres pays. En général, depuis la Seconde guerre mondiale, les marchés s'accordaient à penser que le libre-échange était bon pour les deux parties (au niveau macroéconomique). En toute logique, une guerre commerciale serait donc synonyme de perte pour les deux parties.

La réaction des marchés suggère toutefois qu'une guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine porterait préjudice à la Chine, mais qu'elle n'aurait qu'un impact très limité sur les États-Unis. C'est tout du moins la conclusion que l'on peut tirer en observant les divergences entre les deux pays en termes de performance des marchés actions et de valorisation des monnaies.

Si l'externalisation des chaînes de production et d'approvisionnement par les géants technologiques alimente le déficit commercial, force est de constater que l'externalisation de la production à moindre coût est un moteur essentiel pour expliquer leurs marges élevées, stimulant les bénéfices cumulés des entreprises américaines. Cette situation génère aussi bien des bénéfices que des coûts.

Compte tenu des valorisations des entreprises et de la solidité sous-jacente de l'économie en Chine, nous pensons que le récent repli offre d'excellentes opportunités. S'il existe des problèmes, les initiatives réformatrices du gouvernement se poursuivent. Les dirigeants ont annoncé des mesures visant à stimuler la croissance, y compris des baisses d'impôts et des investissements en infrastructures. Selon nous, les marchés anticipent des résultats excessivement négatifs pour la Chine, mais aussi plus généralement pour les marchés émergents, dès lors qu'il est question de tensions commerciales.

Nous nous attendons à un second semestre 2018 plus solide pour différentes raisons. Nous pensons que la fin de la période estivale marquée par une aversion pour le risque pourrait améliorer le sentiment des investisseurs. Parmi les autres facteurs saisonniers figurent les potentielles dépenses de consommation en hausse liées aux fêtes de fin d'année : journée des célibataires en Chine, Black Friday aux États-Unis, Thanksgiving, Divali ou Noël. En outre, les ventes d'automobiles en Chine atteignent généralement un pic avant décembre, lorsque des usines ferment pour réduire la pollution hivernale.

Alors que toute cette discussion porte sur les facteurs macroéconomiques, notre approche en tant qu'investisseurs est davantage « bottom-up » que « top-down ». Qu'il s'agisse de la Chine ou de tout autre pays, nous recherchons des entreprises de qualité dont nous pensons qu'elles peuvent naviguer par tous les temps économiques.

Les commentaires, opinions et analyses du présent document sont communiqués à titre d'information uniquement ; ils ne sauraient être considérés comme un conseil d'investissement individuel ou comme une recommandation d'investir dans un quelconque titre ou d'adopter une quelconque stratégie d'investissement. Les conditions économiques et de marché étant susceptibles d'évoluer rapidement, les commentaires, opinions et analyses sont valables à leur date de publication et peuvent changer sans préavis. Les présentes ne constituent pas une analyse exhaustive de tous les aspects importants d'un pays, d'une région, d'un marché, d'un secteur, d'un investissement ou d'une stratégie.

Quels sont les risques ?

Tout investissement comporte des risques, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi.

Les investissements dans des titres étrangers comportent des risques spécifiques, notamment liés aux fluctuations des taux de change, à l'instabilité économique et à l'évolution de la situation politique. Les investissements dans les marchés émergents, dont les marchés frontières sont un sous-ensemble, comportent des risques accrus liés aux mêmes facteurs, outre ceux associés à la taille réduite de ces marchés, à une liquidité moindre et à un manque de cadres juridiques, politiques, commerciaux et sociaux établis pour soutenir les marchés des valeurs mobilières. Étant donné que d'une manière générale ces cadres sont encore moins développés sur les marchés frontières, entre autres facteurs - notamment le potentiel accru de volatilité extrême des prix, l'illiquidité, les barrières commerciales et les contrôles des changes - les risques associés aux marchés émergents sont amplifiés sur les marchés frontières. Les cours des actions sont soumis à des fluctuations, parfois rapides et importantes, en raison de facteurs affectant les entreprises individuelles et certains secteurs ou sous-secteurs, ou du fait des conditions générales de marché.

[\[1\]](#) L'indice MSCI Emerging Markets reflète les moyennes et grandes capitalisations de 24 pays émergents. Les indices ne font l'objet d'aucune gestion et il n'est pas possible d'y investir directement. Les performances passées ne constituent pas un indicateur ni une garantie des performances futures. MSCI n'offre aucune garantie et décline toute responsabilité quant aux données MSCI reproduites dans le présent document. Aucune redistribution ou utilisation n'est autorisée. Le présent rapport n'est ni préparé ni approuvé par MSCI. Mentions et conditions importantes concernant les fournisseurs de données disponibles sur www.franklintempletondatasources.com