



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire
11 juin 2018**

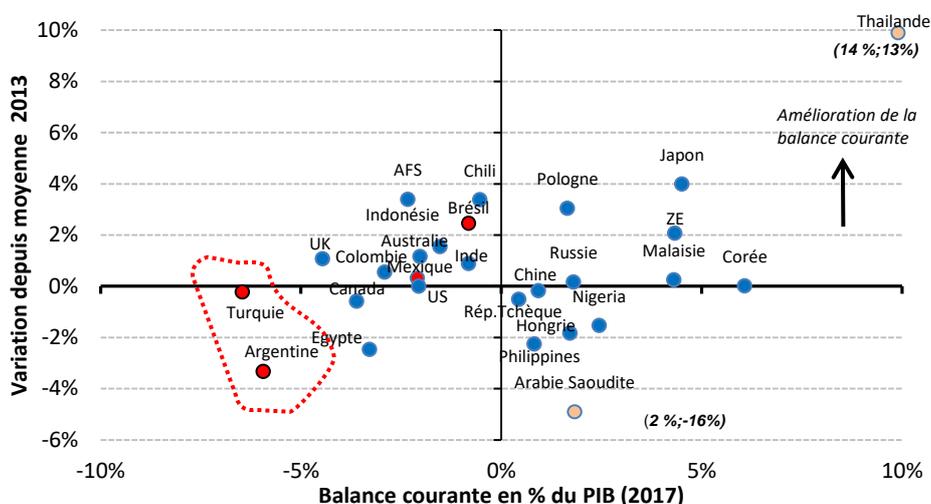
Au fait, que fait-on des actifs émergents ?

De nombreux pays émergents connaissent des difficultés économiques et financières assez marquées depuis quelques mois, à partir d'origines diverses : troubles sociaux (Brésil), incertitudes liées aux élections prochaines (Turquie, Brésil, Mexique, ...), craintes liées aux sanctions commerciales américaines (Mexique), impact des sanctions américaines (Iran). La hausse des taux américains et, surtout, la hausse du dollar (+5% depuis mi-avril) a durci les conditions financières à l'encontre de pays vulnérables ; pays encore fortement déficitaires (Turquie, Argentine) et/ou à fort endettement en dollars (Mexique, Turquie) et/ou très dépendants des flux financiers de portefeuille (Indonésie, Afrique du Sud, Argentine...) et/ou à faible niveau de réserves de change (Afrique du Sud, Turquie,...) et/ou pays à faible ancrage inflationniste (Turquie, Argentine,...). Le cas argentin est assez « classique » d'une surchauffe (emballement du crédit, hausse de l'inflation et des twin deficits) qui a amené le pays à solliciter un soutien du FMI. En l'état, certains pays devraient connaître pour quelques mois un ralentissement sensible (Turquie, Brésil), voire une récession (Argentine).

Nous ne croyons guère à une extension de ce processus pour différentes raisons. D'abord le faible potentiel d'appréciation du dollar et des taux longs américains. Ensuite et surtout, la situation n'est pas comparable aux difficultés enregistrées par le monde émergent en 2013-15 ; meilleure tenue de la demande des pays occidentaux, hausse des prix des matières premières, meilleure profitabilité, stabilité de la conjoncture chinoise, moindre durcissement des conditions de crédit internes, moindre vulnérabilité macro-financière ; réduction des déséquilibres de balance courante sauf en Turquie et en Argentine (voir graph ci-dessous), moindre inflation sauf en Turquie et en Argentine,...

Le stress récent s'est surtout concentré sur certains pays (Turquie, Brésil, Argentine, ...). Encore que sur le Brésil la situation est bien meilleure que dans les 2 autres pays et qu'il y a 5 ans, avec une inflation sous la cible, un très léger déficit de la balance courante et des réserves de change équivalentes à 7 fois la dette extérieure de court terme.

Pays émergents : solde de balance courante (en % du PIB)

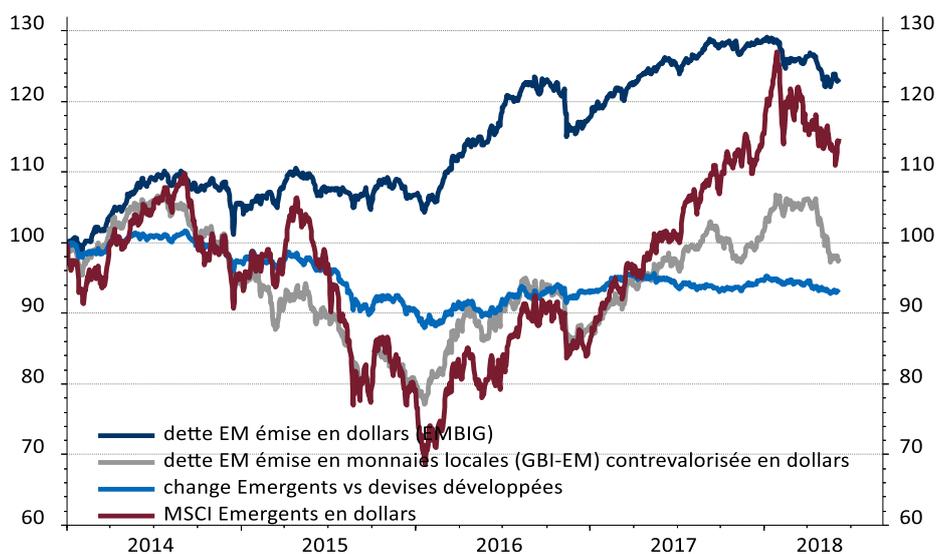


Source : Datastream, Les Cahiers Verts

Les actifs émergents ont ainsi connu des performances assez décevantes ces derniers mois (depuis mi-janvier), phénomène qui s'est accéléré en mai (voir graph ci-dessous). Cela a été généralisé et a touché aussi bien les actions (-2% depuis la mi-avril et -10% depuis mi-janvier), la dette souveraine en dollars et plus encore celle émise en monnaie locale (respectivement -3% et -8% depuis mi-avril) que le change (-1,5% face aux devises développées et -3% face au dollar depuis mi-avril).

Performance des actifs émergents

base 100 début 2014



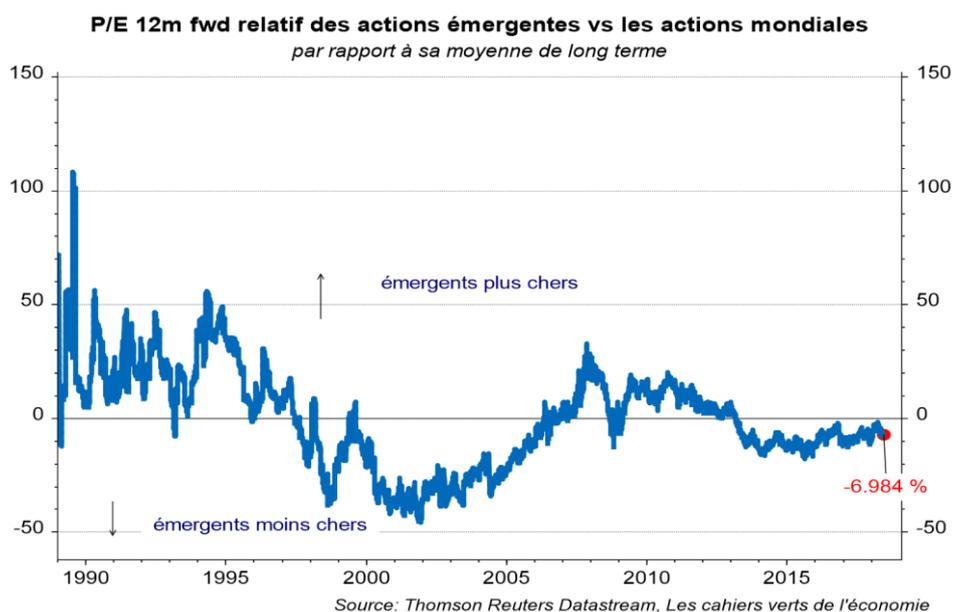
Source : Thomson Reuters Datastream, Les cahiers verts de l'économie

C'est dans ces conditions que les flux de portefeuilles ont été nettement défavorables aux pays émergents. Cela a été très net avec un repli mensuel des flux de 12 Mds de dollars en mai (réparti de manière équivalente entre les produits de dette et actions), soit le reflux le plus significatif depuis novembre 2016.

Quid des marchés actions ?

Notre indicateur d'appétit pour le risque relatif entre pays émergents et pays développés a largement chuté ces derniers mois et atteint actuellement les niveaux les plus faibles observés depuis le début 2016. En effet, la performance relative des marchés émergents par rapport à leurs fondamentaux a été nettement décevante après avoir été très favorable fin 2017. On peut ainsi voir dans cette évolution une forme de normalisation.

Au total, la décote des pays émergents par rapport aux pays développés est un peu plus importante que les mois précédents (-7% le p/e 12m fwd), bien que demeurant bien moins attractif qu'à l'été 2015 (-18%), lors du stress lié à la dévaluation du renminbi (voir graph ci-dessous).



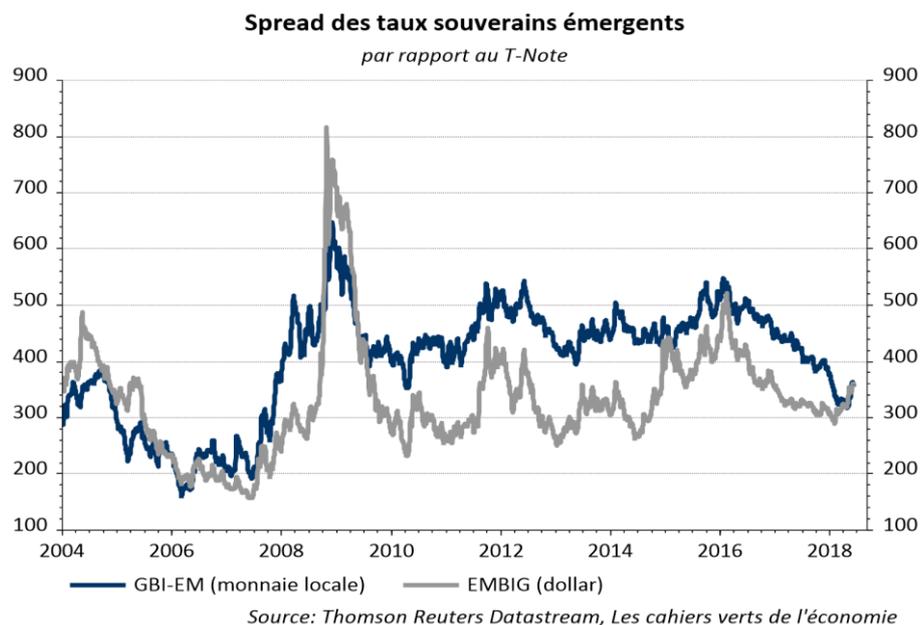
Au total, il vaut mieux en l'état une position neutre dans le court terme et conserver une grande sélectivité ; sous-pondération de la Turquie (ralentissement insuffisamment pris en compte dans les prévisions de BPA, risque de paralysie lors des élections parlementaires du 24 juin, détérioration des bilans bancaires,...) ; sur pondération de MSCI China¹ (valorisation relative historique et vs les autres marchés émergents, bonne tenue de la conjoncture chinoise, caractère non excessif des prévisions de BPA, inclusion du marché A dans MSCI China,...).

¹ Voir notre chronique hebdo du 30 avril dernier ; « Pourquoi acheter des actions chinoises ? »

Quid des instruments de dette ? L'évolution des performances de dette souveraine émergente en dollars traduit une aversion au risque assez puissante avec un lien fortement négatif entre niveau de spread et performance. Ainsi, les pays à priori les plus risqués sont ceux qui ont le plus souffert (Turquie, Argentine, Brésil). Cela est d'ailleurs validé par la sous-performance très nette des produits de dette en monnaie locale (-8% vs -3% en dollars depuis mi-avril).

Au total, les spreads ont pris respectivement 60pb et 40pb sur la dette émise en monnaie locale et en dollars depuis leur point bas et atteignent des niveaux comparables à 350pb.

Il est important de noter que le niveau de spread entre la dette en monnaie locale et en dollars est comparable (voir graph ci-dessous), ce qui n'était pas la norme depuis 2010. Cela traduit une aversion pour la dette en monnaie locale et le change émergent assez basse.



Au total, les spreads en dollars apparaissent plus attractifs (légère sur pondération) par rapport à leur historique (30^e centile) tandis que la dette en monnaie locale (légère sous pondération) a peu d'intérêt immédiat (70^e centile). Cela est d'autant plus vrai que le change, bien qu'ayant reculé, ne semble pas excessivement attractif (voir infra).

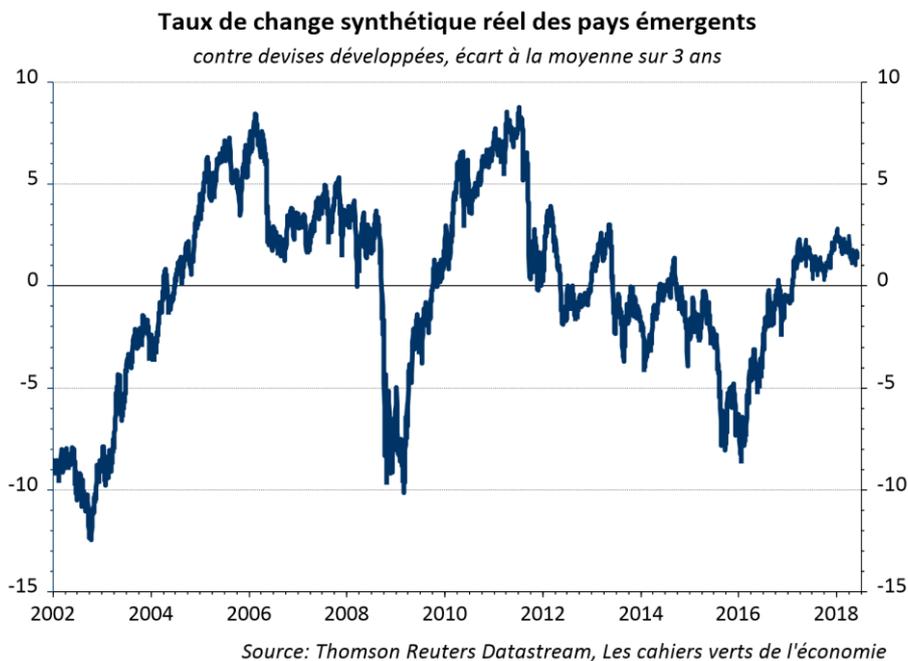
Avec les tensions sur les spreads, ce sont plutôt les pays les plus risqués qui apparaissent attractifs par rapport aux fondamentaux macro-financiers (Turquie et Afrique du Sud notamment) à horizon 6 mois. De leur côté, les pays les moins risqués sont moins intéressants en rendement/risque (Chili, Malaisie, Philippines, Pérou).

Quid du change ?

Après une tendance baissière début 2018, la volatilité implicite a nettement accéléré ces derniers mois en absolu et surtout face aux pays développés.

Elle ressort en relatif à un point relativement élevé actuellement (au plus haut depuis 2014), ce qui traduit une réduction substantielle de l'appétit pour le risque émergent de court terme.

Notons toutefois que la baisse du change émergent s'est surtout effectuée par rapport au dollar qui a fortement rebondi même face aux devises du monde riche. Ainsi, le repli a été modéré au total par rapport à un panier de devises développées (-2,2% seulement depuis le début de l'année, voir graph ci-dessous). Au total, l'intérêt du change est modéré actuellement et ce de manière évidente par rapport à la situation de début 2016 où il était très clairement sous-évalué (écart important vs la moyenne). D'une manière générale, les devises les plus intéressantes eu égard au risque sont à horizon 6 mois le ringgit malais, le rouble russe et, dans une moindre mesure, la lire turque. De leur côté, le réal brésilien, la roupie indienne et le zloty polonais apparaissent peu attractifs.



**Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie).
Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.**