



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire
27 août 2018**

Déjà revenir vers les actions émergentes ?

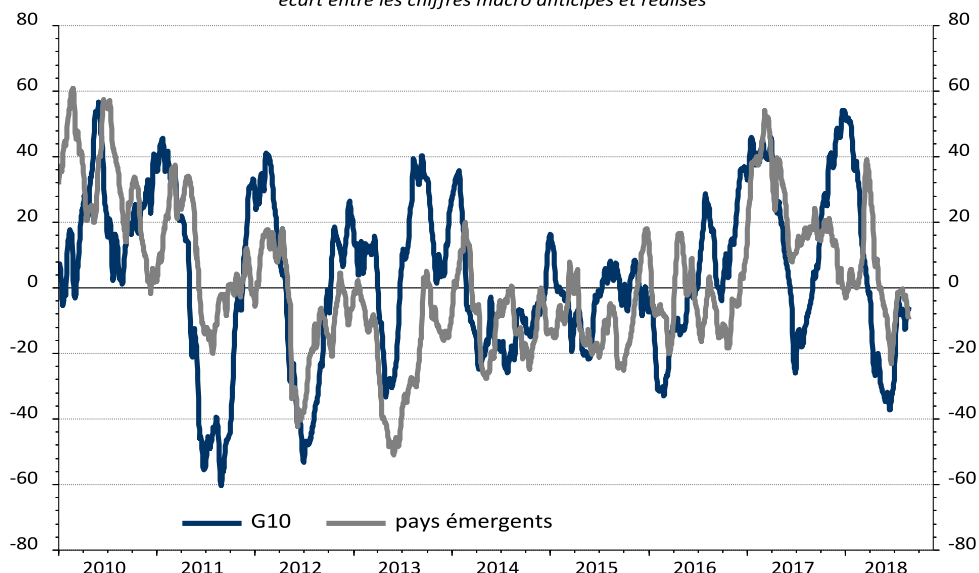
Nous avons beaucoup abordé la question des marchés émergents ces dernières semaines avec l'analyse de la crise turque¹. Abordons ici l'attractivité relative des actions émergentes, compte tenu de la sous performance relative récente (-12% de baisse des marchés actions émergents depuis le 22 mars et -16% de performance relative face aux pays développés sur la même période).

Regardons en particulier 7 éléments-clé qui suggèrent un retour prudent pour l'investisseur de moyen terme.

1/ Le différentiel de surprises macro entre les pays développés et le monde émergent est stable depuis plusieurs semaines (voir graph ci-dessous).

Indices de surprises macro-économiques

écart entre les chiffres macro anticipés et réalisés



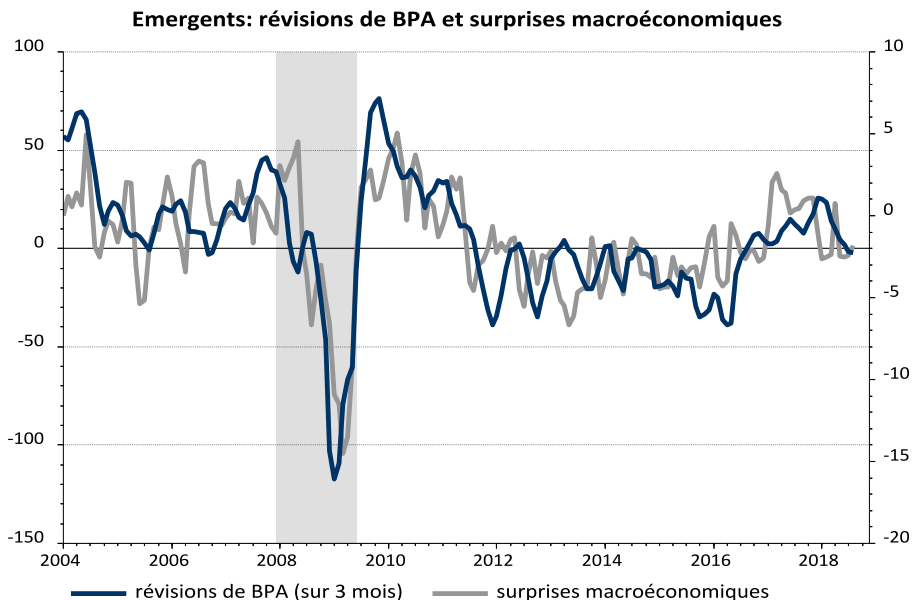
Source: Thomson Reuters Datastream, Les cahiers verts de l'économie

L'Argentine et la Turquie sont entrées en récession profonde et cela commence à être bien intégré. Mais les autres pays financièrement « fragiles » résistent assez bien pour le moment (Afrique du sud,

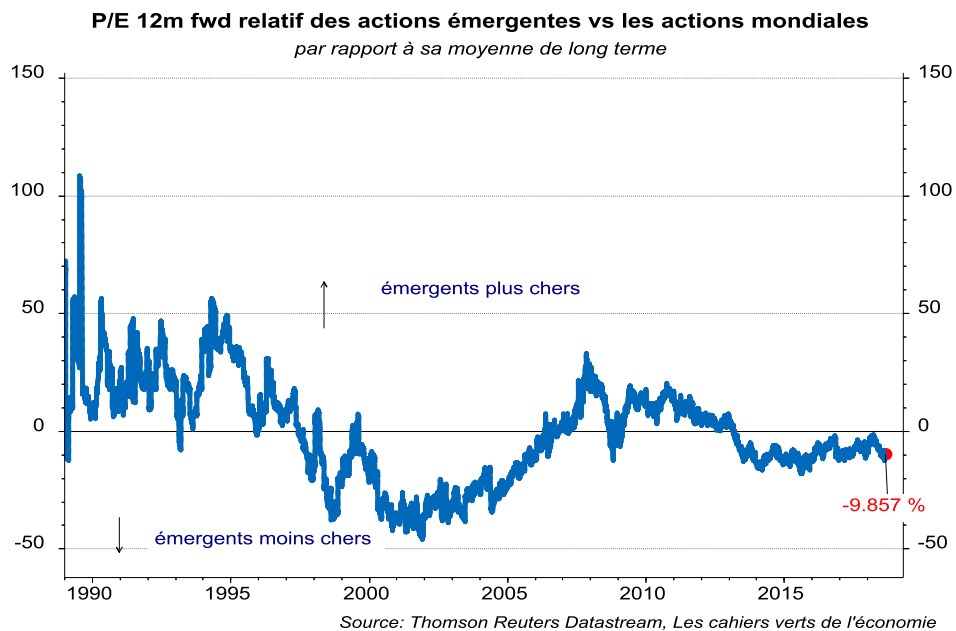
¹ Voir notre éditorial du 13 août (« crise turque : quels risques ? ») et notre chronique hebdo du 20 août (« Turquie ; 3 questions-clé pour les investisseurs »)

Indonésie, Inde,...). Même la croissance brésilienne devrait légèrement rebondir au T3 après un T2 quasi-nul.

2/ Le momentum de BPA se stabilise après une nette dégradation. Cela est lié à la dynamique moins défavorable des surprises macroéconomiques et donc à l'intégration du ralentissement émergent par les analystes.



3/ la décote des pays émergents par rapport aux marchés développés (P/e fwd un an) apparaît assez substantielle (près de 10% pour MSCI EM). On n'est pas au niveau de l'été 2015 (-18%, lors du stress lié à la 1^{ère} dévaluation du renminbi), mais c'est tout de même non négligeable (voir graph ci-dessous).

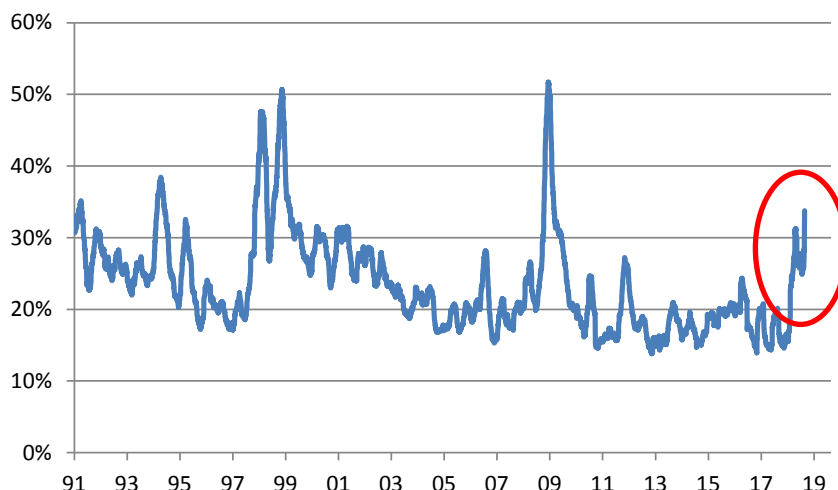


Notons que la décote apparaît encore plus substantielle (22%) sur le P/E Shiller 10 ans relatif, ce qui traduit également le niveau actuel relativement déprimé des BPA émergents.

4/ L'appétit pour le risque spécifique émergent est très faible. La dispersion géographique des performances actions des marchés émergents se situe actuellement à plus de 30%, soit un plus haut depuis 2009.

Dans la mesure où la dispersion a tendance à progresser en phase de stress et de hausse de volatilité, cela indique un niveau de tension très substantiel sur les marchés actions émergents.

Dispersion géographique des performances des marchés actions émergents (*)

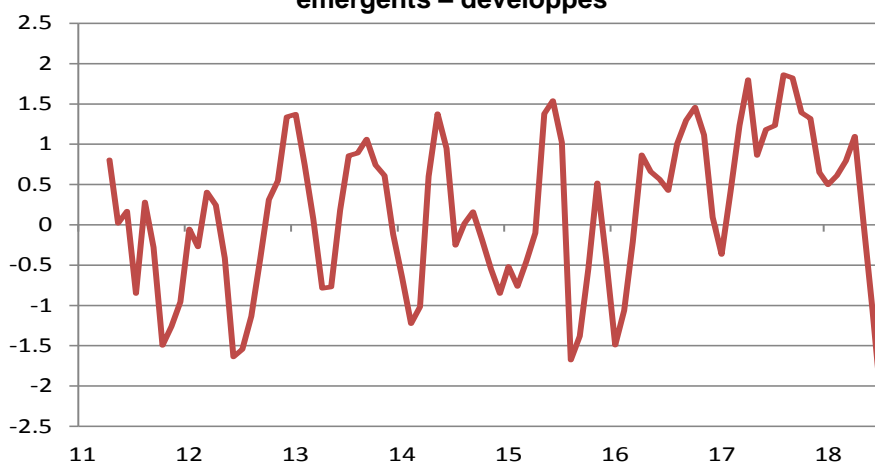


Source : Datastream, Les Cahiers Verts

* écart-type des performances quotidiennes, lissé sur 3 mois

De même, 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 (voir graph ci-dessous). Cela signifie qu'il y a aujourd'hui dans les marchés une bonne intégration de la prime de risque protectionniste et turque.

Indicateur d'appétit pour le risque relatif émergents – développés*

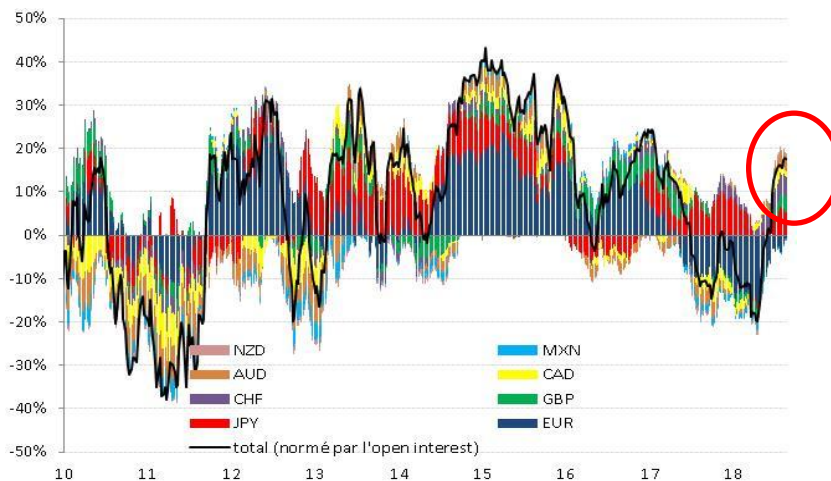


*Source : Cahiers Verts : Résidu de deux modèles de performances sur le MSCI développés et émergents basés sur les PMI, les surprises macroéconomiques, les taux réels américains

5/ Le risque sur les conditions financières américaines est plus réduit. Les taux courts anticipés par les marchés sont plus raisonnables et la FED est par ailleurs consciente du risque protectionniste. Les taux longs sont proches de leurs fondamentaux (PMI, surprises macro) après avoir été faibles sur la majeure partie de 2017.

Quant au potentiel haussier sur le dollar, il est désormais réduit; hausse des taux directeurs en grande partie pricée aux États-Unis, positions spéculatives très haussières pour la devise américaine (voir graph ci-dessous) contrairement au début 2018, réduction de l'écart de surprises macro entre la zone euro et les USA (voir graph ci-dessous), perspectives de stabilisation du différentiel de croissance entre les États-Unis et le reste du monde au S2, difficultés politiques du président américain, ...

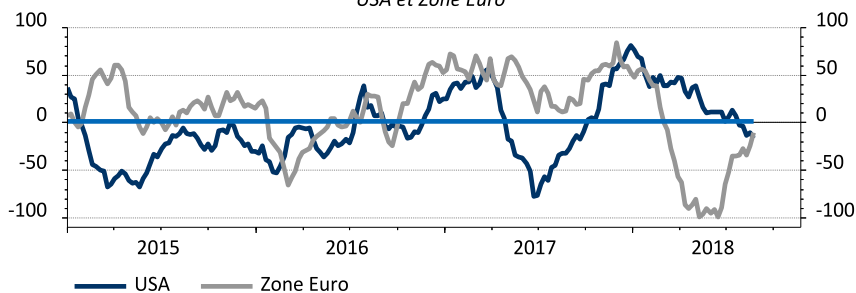
Positions spéculatives nettes pour le dollar (en % de l'open interest)



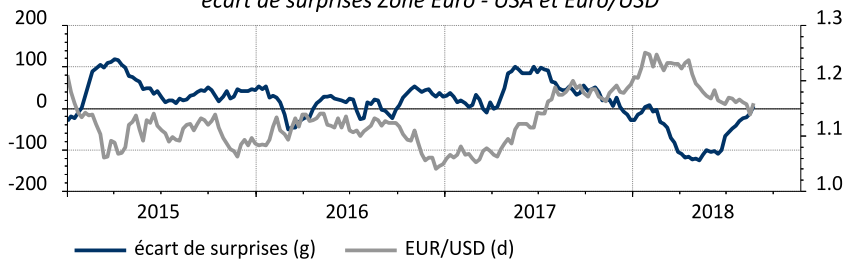
Source : Datastream, Les Cahiers Verts

Indices de surprises macro-économiques

USA et Zone Euro



écart de surprises Zone Euro - USA et Euro/USD



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

6/ Le caractère (modérément) attractif du change émergent. Le momentum récent a déjà été fortement défavorable, même si la décote est seulement modérée (au plus bas depuis fin 2016 sur l'écart à la moyenne sur 3 ans). Le positionnement est néanmoins très baissier via les risk reversals et faiblement baissier via les positions nettes longues.

7/ les perspectives de soutien de l'économie chinoise. Vu le poids de la Chine dans la macro émergente (40% du PIB émergent, des effets d'entraînement massifs sur le monde est-asiatique et les pays exportateurs de matières premières), c'est évidemment un point essentiel. Les mesures mises en œuvre (ou annoncées) au plan monétaire (baisse des réserves obligatoires), financier (détente des contraintes pesant sur les Wealth Management Products, assouplissement des restrictions sur l'émission d'obligations financières par les banques pour les petites entreprises), budgétaire (baisse de TVA, accélération des dépenses d'infrastructures,...) sont au moins de nature à réduire les craintes de ralentissement de l'économie au S2.

Ajoutons qu'une importante réforme de l'impôt sur le revenu sera annoncée en octobre (hausse des seuils d'exonération, hausse des déductions, baisse de la tranche marginale supérieure,...).

Bien sûr il demeure des risques sur le monde émergent. D'abord, nous ne connaissons pas encore le plan d'ajustement turc qui devrait être présenté dans les prochaines semaines, alors qu'il est certain pour nous que l'économie est d'ores et déjà rentrée en récession profonde. Certes, nous répétons que la crise turque a un potentiel de contagion limité, mais il n'est pas non plus complètement nul. Ensuite, il reste des risques d'incertitude politique concernant de grands pays émergents comme le Brésil avec les élections présidentielles d'octobre prochain (avec une perspective a priori peu emballante pour les marchés de retrouver F Haddad et J Bolsonaro au second tour).

Il nous semble cependant, comme nous l'avons dit la semaine dernière, qu'au-delà du risque de volatilité de court terme, il est opportun de revenir prudemment sur les actions émergentes, en particulier sur MSCI China qui a baissé de plus de 20% depuis fin janvier (configuration très éloignée du risque turc, attractivité absolue et relative en termes de valorisation, perspectives du plan de soutien, moindres pressions extérieures qu'en 2015....), tout en étant conscient du risque de tensions commerciales initiées par Trump.

**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.**