

Le retour des émergents

NE lenouveleconomiste.fr/le-retour-des-marches-emergents-61602/

31/10/2017

Après quelques années chaotiques, les marchés émergents ont gagné en maturité et en résilience, tout en perdant au passage une partie de leur dynamisme.



The Economist

En 1875, l'Empire Ottoman faisait défaut sur la moitié de sa dette, victime de la première grande crise de la dette du monde développé, selon même certaines analyses, de la débâcle. Ses créanciers, la Banque impériale ottomane en tête, ont imposé une solution humiliante au grand vizir. Au lieu d'attendre d'être remboursés grâce aux recettes fiscales, ils ont obtenu le droit de collecter eux-mêmes une demi-douzaine de taxes, parmi lesquelles le droit de timbre et les droits sur l'alcool. Après 15 ans d'affermage des impôts, la Banque impériale ottomane s'est sentie suffisamment en confiance pour construire un impressionnant nouveau siège social à Istanbul, doté d'une façade de style néo-orientaliste et d'une autre de style néoclassique.

Bien avant l'invention du terme 'émergents', ces marchés ont été une source abondante à la fois de risques et d'opportunités. Cette crise financière de 1875 a été suivie de nombreuses autres, en particulier en Turquie. Et comme la Banque impériale ottomane, des investisseurs à l'estomac solide ont souvent profité au maximum des marchés émergents lorsqu'ils étaient au plus bas. Après la faillite argentine de 2001, les fonds vautours qui ont racheté la dette décotée du pays à prix cassé, avec un discount de 80% face au dollar, ont soutiré un accord en or au nouveau gouvernement, leur permettant de multiplier par 10 leur mise de départ, selon certaines estimations.

“Bien avant l'invention du terme 'émergents', ces marchés ont été une source abondante à la fois de risques et d'opportunités”

L'histoire plus récente des pays émergents a encore mis de nombreux estomacs à l'épreuve. Dans les jours qui ont suivi la victoire électorale de Donald Trump, ses promesses populistes ont fait grimper les rendements obligataires américains, avec l'effet inverse sur les marchés émergents. Les partenaires commerciaux sursautaient devant ses tweets menaçant les entreprises américaines qui prévoaient de délocaliser leur production à l'étranger. Mais pour les pays émergents, cette “crise trumpienne” n'était que le dernier revers en date après une longue série de déconvenues. Elle a suivi une dévaluation bâclée du yuan chinois en 2015, l'effondrement des prix du pétrole et du minerai de fer en 2014, et le “Taper tantrum” de 2013, au cours duquel la simple annonce d'une réduction progressive du programme de rachat d'actifs de la Réserve fédérale américaine avait plongé les marchés émergents dans la tourmente. La crise trumpienne est venue s'ajouter aux nouveaux risques politiques naissants sur les marchés émergents eux-mêmes, parmi lesquelles l'invasion de l'Ukraine par la Russie, la guerre contre la drogue aux Philippines, le coup d'État concluant de 2014 en Thaïlande et le coup d'État manqué de 2016 en Turquie, la destitution au Brésil d'une présidente impopulaire en raison d'une infraction fiscale, et la survie de dirigeants contestés en Afrique du Sud et en Malaisie.

Pourtant, aussi étrange que cela puisse paraître, la présidence de Donald Trump, adversaire officiel du “mondialisme”, a coïncidé avec une reprise notable de l’économie mondialisée. Durant la première moitié de l’année, le volume des exportations des marchés émergents était en hausse de 4,6% par rapport à l’année précédente : la plus forte hausse depuis 2011. La hausse de la demande de puces et de capteurs semi-conducteurs a nourri les exportations de matériel électronique en Corée du Sud et en Malaisie, le rétablissement des prix du pétrole a soutenu la Russie, et une météo propice a favorisé les récoltes de maïs et de soja au Brésil.

“Aussi étrange que cela puisse paraître, la présidence de Donald Trump, adversaire officiel du “mondialisme”, a coïncidé avec une reprise notable de l’économie mondialisée”

La hausse des exportations a stimulé le PIB. Au cours du premier semestre 2017, les quatre plus grandes économies émergentes (le Brésil, la Russie, l’Inde et la Chine, rassemblés sous le nom de Brics) ont connu une croissance simultanée pour la première fois depuis trois ans. La croissance des marchés émergents n’est toujours pas à la hauteur des années miraculeuses 2003-2006, mais elle a été également répartie. Pour l’heure, sur les 24 pays de l’indice MSCI des marchés émergents, l’indice boursier de référence, 21 ont publié leur PIB du deuxième trimestre de cette année, et tous étaient en hausse par rapport au trimestre précédent. C’est un phénomène inédit depuis 2009 : une croissance positive simultanée de tous les membres qui publient des données trimestrielles n’avait plus été observée depuis.

Cette reprise de la croissance s’est accompagnée d’un regain d’enthousiasme pour les devises, actions et obligations des économies émergentes. En août, ces pays ont enregistré leur neuvième mois consécutif d’afflux de capitaux à titre de placement : c’est la plus longue séquence depuis 2014, selon l’Institut de la finance internationale. L’indice des taux de change des marchés émergents mis en place par le MSCI a grimpé de 14% depuis son creux de janvier 2016. Au cours des 18 derniers mois, il a enregistré ses meilleures performances depuis 2011. Même les devises peu populaires, comme le rouble russe, le peso mexicain et le yuan chinois, ont défié les pronostics des sceptiques, en se renforçant face au dollar cette année.

Le prix des obligations en dollars, donc en “devise forte”, a grimpé de plus de 6% au premier semestre, selon JPMorgan. Les obligations libellées en devise locale, de plus en plus fortes, ont réalisé de meilleures performances encore, avec une croissance à deux chiffres. Mais le plus impressionnant reste les performances boursières. L’indice MSCI marchés émergents, encore sous la barre des 700 en janvier 2016, s’est envolé au-dessus de 1 000 en mai, affichant un rendement annualisé de 33%.

La force de l’engouement rend nerveux beaucoup d’acteurs expérimentés. L’histoire des pays émergents est riche en investisseurs imprudents et en emprunteurs peu fiables. Généralement, la folie de ceux qui déboursent leur argent n’a d’égal que la myopie de ceux qui le dilapident. En 1895 par exemple, un boom boursier a incité une grande banque internationale à presque tripler ses prêts en deux ans. Le directeur de la banque lui-même a spéculé avec des actions de société minières sud-africaines telles que la Transvaal Consolidated Land and Exploration Company. Lorsque les actions se sont effondrées, la banque a subi une ruée des épargnants, et a dû se tourner vers le gouvernement et ses propriétaires londoniens pour être sauvée. Cette institution financière insouciante n’était autre que la Banque impériale ottomane, celle-là même qui s’était enrichie grâce à l’affermage des impôts quelques années auparavant.

Les pessimistes peuvent y trouver un certain nombre de motifs d’inquiétude, certains traditionnels, d’autres plus nouveaux. Les crises classiques des marchés émergents commencent souvent à Washington, lorsque la Fed rehausse les taux d’intérêt ou resserre la vis de sa politique monétaire de quelque autre manière. Les nerfs seraient donc soumis à rude épreuve si une hausse de l’inflation américaine poussait la Fed à augmenter ses taux plus vite que le marché ne l’anticipe. Variation contemporaine sur ce thème ancestral : les investisseurs peuvent s’inquiéter de la récente décision de la Fed de commencer à réduire les actifs accumulés à son bilan, achetés pendant sa politique exceptionnelle de soutien à l’économie après la crise financière mondiale.

“Les crises classiques des marchés émergents commencent souvent à Washington, lorsque la Fed rehausse les taux d’intérêt ou resserre la vis de sa politique monétaire de quelque autre manière”

Le cycle des matières premières est une autre source d’instabilité éprouvée depuis longtemps. La baisse de

moitié des prix du pétrole au second semestre 2014 a infligé de gros dégâts à la Russie et aux autres exportateurs de pétrole brut. Inversement, avant 2014, les prix élevés du pétrole avaient aggravé les déficits commerciaux chroniques et l'inflation dont souffraient des pays comme l'Inde et le Pakistan. La crise de la dette latino-américaine en 1982 a été causée par la combinaison d'un choc des matières premières et d'un choc de la Fed. Les pétrodollars amassés par les exportateurs du Golfe lors des flambées des prix du pétrole des années 1970 ont été déposés dans des banques américaines, qui les ont imprudemment prêtés aux gouvernements latino-américains. Ces prêts sont ensuite devenus impossibles à rembourser lorsque la Fed a brutalement augmenté les taux d'intérêt en 1979-1981.

Les sans-le-sou

Les pays qui n'ont pas la chance de bénéficier des matières premières ont leurs propres soucis. Dans de nombreux marchés émergents, la main-d'œuvre constitue l'unique ressource naturelle, mais le modèle de croissance fondé sur une industrie exigeante en main-d'œuvre fait aujourd'hui face à deux menaces inédites. La première est l'automatisation. La polyvalence croissante et la prise en main facile des technologies robotiques pourraient corroder l'avantage compétitif de la main-d'œuvre bon marché, aboutissant à ce que les économistes appellent la "désindustrialisation prématurée". Les "rust belts" [zone industrielle déclinante du nord-est des États-Unis, ndt] post-industrielles sont répandues dans les économies riches comme les États-Unis. Le risque pour les industries des marchés émergents est de "rouiller" avant d'avoir fait la fortune de leurs habitants.

"Le modèle de croissance fondé sur une industrie exigeante en main-d'œuvre fait aujourd'hui face à deux menaces inédites. La première est l'automatisation"

L'autre menace est le protectionnisme. Les économies émergentes ont toujours compté sur un accès aux plus importants marchés mondiaux pour leurs exportations. Mais l'administration de Donald Trump met un point d'honneur à rééquilibrer la balance commerciale américaine, et se montre plus intransigeante pour faire respecter les règles anti-dumping et les tarifications des marchandises qu'elle considère trop bon marché. À ce jour, 65 enquêtes ont été ouvertes concernant des cas de marchandises subventionnées ou faisant l'objet de dumping (des agrafes chinoises à l'acide citrique colombien), contre seulement 44 au cours de la même période en 2016.

Si certains pays s'inquiètent de leurs exportations vers le marché américain, d'autres s'inquiètent de l'importation de la politique américaine. Au Brésil comme au Mexique, les candidats aux prochaines élections présidentielles comptent des populistes décomplexés qui tirent leur force d'un affrontement avec Donald Trump et d'une surenchère de provocations. Historiquement, les marchés émergents ont souvent démontré un avantage comparatif en matière de populisme. Mais c'est là un autre déséquilibre que Donald Trump compte bien corriger.

Les économies émergentes ont gagné en résilience ces dernières années, bien qu'elles aient perdu en vigueur, abandonnant une part de leur dynamisme et de leurs faiblesses dans le même élan. Cela devrait leur permettre de se redresser malgré les risques auxquels elles font face.

Mark Dow, ancien économiste du FMI devenu gestionnaire de portefeuille, a déclaré dans une interview à la fin de l'année dernière que de nombreux investisseurs des pays émergents "attendent une bonne vieille crise". Selon leur expérience, "ça se termine toujours dans une déflagration... les vieux sages des pays émergents l'ont observé si souvent qu'ils sont conditionnés dans l'idée que cela doit se reproduire".

Ce n'est pas le cas, mais les sceptiques demeurent. C'est tout particulièrement l'échec des marchés émergents à gérer efficacement les chocs précédents (comme la flambée des prix du pétrole dans les années 1970, le resserrement de la politique monétaire de la Fed en 1979-1981, et la montée en puissance de l'industrie chinoise dans les années 2000) qui a alimenté une crainte persistante quant à la tendance des pays aux revenus moyens à se trouver "piégés" en cours de développement, enlisés quelque part entre pauvreté et prospérité.

"Les économies émergentes ont gagné en résilience ces dernières années, bien qu'elles aient perdu en vigueur,

abandonnant une part de leur dynamisme et de leurs faiblesses dans le même élan”

Si ce “piège des revenus moyens” tendait à se vérifier, cela poserait un problème plus sérieux encore que ceux qui ont déjà été rencontrés. Les pays moyennement développés représentent une part grandissante du PIB mondial et de la population terrestre. L'économie mondiale ne pourrait prospérer si une part aussi considérable de sa population et de sa production se trouvait ainsi embourbée. Heureusement, ce piège est un mythe.

© 2017 *The Economist Newspaper Limited. All rights reserved. Source The Economist, traduction Le nouvel Economiste, publié sous licence. L'article en version originale : www.economist.com.*

Publié le [31/10/2017](#)