



Tyler Mordy,
Président et chef des placements



ASK TYLER

COMPTE TENU DE LA VOLATILITÉ RÉCENTE, FORSTRONG EST-IL TOUJOURS HAUSSIER SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS?

La grenouille dans l'eau
bouillante et les trois
hommes de main

Le 5 Juillet, 2018

Après une reprise qui a duré près de deux ans, les rendements boursiers des marchés émergents ont souffert au premier semestre de 2018. Mais n'oublions pas que la volatilité a été alimentée par une guerre commerciale « made in America », qui a entraîné une forte remontée du dollar américain, une prévision de hausse des taux d'intérêt et la détérioration de la confiance quant à l'avenir de la croissance mondiale : un mélange toxique pour les marchés émergents.

Certes, ces tendances du marché ont été menées par le comportement réactionnaire des investisseurs. L'évolution des principes de base des marchés émergents ne peut pas être mise en cause. Ce qui est maintenant évident, c'est que les États-Unis sont actuellement le radical changeant qui joue un rôle dans les économies et les marchés financiers mondiaux.

Pourtant, l'enthousiasme des États-Unis pour le commerce de la corde raide sera presque certainement autodestructeur, semblable au proverbe de la grenouille dans l'eau bouillante. Les dommages qu'ils causent à leur propre économie seront graduels, ignorant qu'ils sont bouillis jusqu'à ce qu'il soit trop tard.

RISQUES CROISSANTS AUX ÉTATS-UNIS

Pourquoi? Au risque d'énoncer l'évidence, une grande partie des entreprises américaines est active à l'échelle mondiale. Les entreprises américaines ont construit des usines de production massive à l'étranger (par exemple, de iPhones). Les pays hôtes pourraient facilement riposter et rendre l'environnement des affaires beaucoup moins favorable. De plus, les pays en dehors des États-Unis pourraient revoir leur demande d'importation. Les tarifs qui entreront en vigueur cette semaine auront, sans aucun doute, des répercussions sur les marchés émergents de par leur intégration dans les chaînes d'approvisionnement chinoises. À long terme, cependant, les marchés émergents verront très probablement un effet redistributif par lequel la Chine réoriente sa demande d'importation des États-Unis vers d'autres économies émergentes.

Plus important encore, Donald Trump a anéanti l'ordre mondial d'après-guerre dirigé par les États-Unis et les alliances de longue date de l'Amérique (y compris avec les pays voisins immédiats, le Canada et le Mexique). En imposant des tarifs aux alliés les plus proches des États-Unis, Donald Trump les jette pratiquement dans les bras de la Chine. Mais il y a une réorientation stratégique plus longue et plus critique en jeu : en délaissant leur statut

de première puissance mondiale, les États-Unis permettent l'émergence, et même l'accélération, de nouvelles puissances.

Le président chinois Xi Jinping, qui a travaillé sans relâche au cours des quatre dernières années pour renforcer la position de la Chine en Asie, considère probablement le retrait de Donald Trump de la mondialisation comme son propre triomphe. Examinons le « pivot vers l'Asie » d'Obama, le Partenariat transpacifique étant l'élément central. C'est maintenant du passé. Cela laisse la stratégie « Belt-and-Road » de Xi (sa propre version de « Make China Great Again ») comme le modèle incontesté pour l'intégration économique future en Asie.

Qu'en est-il des marchés américains? Ici, les principes fondamentaux des marchés américains ne peuvent être moins attrayants. Le marché des actions est extrêmement cher par rapport au reste du monde. Le dollar américain est surévalué, la politique fiscale du pays est totalement inadéquate, et son resserrement de la politique monétaire, susceptible de déclencher une sensibilité élevée aux taux d'intérêt.

PRINCIPES DE BASE SOLIDES DES MARCHÉS ÉMERGENTS

Compte tenu de l'extrême fanfaronnade et de l'incivilité de Donald Trump, il est remarquable de constater à quel point le recul a été limité dans l'ensemble des marchés émergents. En utilisant le EEM ETF comme une procuration, examinez ces comparatifs. À ce jour, depuis un sommet intermédiaire au début de 2018, EEM a diminué de 17 %. Au second semestre 2015, en revanche, EEM a baissé de 36 % (soit plus de deux fois la baisse d'EEM au premier semestre 2018).

Ce que l'on a appelé le « taper tantrum » en 2015 n'était pas vraiment le spectacle global des populistes enragés que nous voyons aujourd'hui. Comparativement, les instabilités sur les marchés EEM cette année ont été modestes. C'est un signe positif.

La plupart des médias se sont concentrés sur les malheurs de l'Argentine et de la Turquie. Mais chaque année, certains pays émergents ou frontaliers connaissent une grave instabilité macroéconomique. Pourquoi superposer l'expérience de quelques cas désespérés idiosyncratiques sur un univers entier de plus de 75 pays (dont beaucoup ont des principes fondamentaux solides)?

La position globale des marchés émergents est beaucoup plus bénigne que quelques valeurs aberrantes. Les économies sont de loin plus résistantes aux chocs qu'auparavant, en raison d'un ensemble de facteurs d'amélioration macroéconomiques. Par exemple, au milieu des années 90, les taux d'inflation supérieurs à 20 % n'étaient pas rares. De nos jours, l'inflation des marchés émergents est inférieure à 4 %. La liste des facteurs d'amélioration est longue : l'émergence de systèmes de retraite nationaux (qui réduit le recours à du financement étranger), l'amélioration des balances commerciales et des situations budgétaires, et un certain nombre d'autres facteurs de croissance.

Qu'en est-il des évaluations? Elles pourraient mieux se porter. Les actions des marchés émergents se négocient à un prix nettement inférieur à celui de leurs homologues des marchés développés (en fonction des cours/bénéfices projetés). La dette des pays émergents présente une bonne valeur, offrant des rendements supérieurs à ceux des titres américains à haut rendement, avec sans doute moins de risques. De plus, les devises des pays émergents ne peuvent être décrites que comme un jeu de « valeur profonde ». De manière remarquable, les taux de change nominaux des marchés émergents sont aujourd'hui inférieurs d'environ 40 % à ceux de la crise financière mondiale de 2008.

Et après? L'histoire montre que les cycles de surperformance des marchés émergents se déroulent généralement sur plusieurs années. Les huit dernières années de sous-performance des marchés émergents (pour la période qui s'est terminée en 2016) ont été précédées de près de neuf années de surperformance. En outre, les marchés émergents ont déjà connu un fort ralentissement entre 2010 et 2016. Depuis, les devises se sont affaiblies (stimulant la compétitivité) et la politique est devenue stimulante (abaissant le coût du capital). Ces avantages apparaissent toujours avec un décalage. Pourquoi cette situation changerait-elle maintenant?

RÉPERCUSSIONS SUR L'INVESTISSEMENT

Les investisseurs ne devraient pas être influencés par les mouvements de marché à court terme, mais maintenir une perspective à plus long terme (un point que nous répétons souvent aux clients). Un trimestre ou deux de sous-performance ou de tendance baissière du marché n'offre ni un point de pivot de décision valable, ni une indication de performance à long terme. Nos antécédents des 15 dernières années le prouvent.

Les marchés émergents, comme les catégories d'actifs, sont volatils par définition. Au cours des sept dernières années, il y a eu cinq autres renversements de EEM (six au total, soit près d'une par année) de plus grande ampleur que ceux que l'on a connus jusqu'à présent. Dans tous les cas, il y a eu des redressements subséquents, dont certains ont atteint de nouveaux sommets.

Tout engagement à long terme vis-à-vis des actions des marchés émergents sera confronté à des retracements violents et à des corrections. Cependant, nous croyons que les rendements à long terme plus élevés valent la peine, en particulier dans le contexte d'un portefeuille équilibré largement diversifié.

Les hommes de main de la récente torture d'EEM sont ces trois facteurs de prix macroéconomiques : la hausse des taux d'intérêt américains, la hausse du prix du pétrole et la force du dollar américain. Nous pensons que plusieurs de ces facteurs, voire tous, entraîneront bientôt une situation de repos et un certain soulagement. Le dollar américain pourrait maintenant atteindre un point culminant, plus certainement contre l'euro. Ensuite, les taux d'intérêt américains à moyen terme ont récemment montré une tendance modérée. Et qu'en est-il du prix du pétrole? Bien qu'il risque de baisser, il demeure proche des hausses récentes. Nous émettons donc l'hypothèse que la simulation de noyade (« waterboarding ») des marchés émergents est en grande partie terminée. La surperformance des marchés émergents devrait bientôt reprendre. Nous sommes seulement dans les contreforts d'une période de surperformance plus longue.