



Eric Lascelles
Économiste en chef
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

POINTS SAILLANTS

- › À court terme, les placements dans les marchés émergents demeurent à la merci de l'opinion mondiale et sont exposés à une variété de risques propres à des secteurs.
- › À long terme, toutefois, les perspectives sont attrayantes en raison d'une croissance supérieure de la productivité, de meilleurs facteurs démographiques et d'un barrage de mesures politiques protectrices mises en place après la crise en Asie et la crise Tequila, dans les années 90.

LES AVANTAGES GRANDISSANTS DES MARCHÉS ÉMERGENTS

Les crises financières sèment la pagaille sur leur passage. C'est incontestable. Ce qui est, par contre, moins reconnu, c'est qu'elles laissent également un bel héritage à ceux qui sont assez ouverts d'esprit pour en profiter.

C'est difficile à comprendre en ce moment, étant donné l'enchevêtrement de crises qui font rage en Europe, aux États-Unis et ailleurs. Ces crises créeront sans nul doute des dommages permanents, mais elles nous enseigneront aussi des leçons utiles. Leur dénouement devrait rapprocher les pays d'Europe plus que jamais, garantir un système bancaire solide, mieux sensibiliser les gouvernements aux vertus de la prudence budgétaire et léguer aux autorités un système d'alarme plus poussé pour détecter les crises futures et une plus grande boîte à outils pour les juguler.

Les marchés émergents sont passés par un processus similaire vers la fin des années 1990. La crise financière qui a eu lieu en Asie à cette période est arrivée sans crier gare et a laissé plusieurs marchés émergents de la région, puis la Russie, dans un état chancelant. Ces pays se sont repris en main, mais ont aussi retenu leur leçon et, depuis, ont radicalement modifié leur conduite, réduisant ainsi le risque d'une rechute. Ensemble, ils ont mis en place des protections qui consistent en un faible endettement des gouvernements, d'importants excédents des opérations courantes et d'énormes réserves en devises.

Certes, la route n'est pas totalement dépourvue d'obstacles pour les marchés des capitaux des pays émergents. Les titres de ces marchés sont toujours liés au monde extérieur et considérés comme des actifs à risque, ce qui se traduit par un rendement inférieur en périodes de perturbations mondiales. De la même manière, certains marchés

Figure 1 : Facteurs liés aux marchés émergents

AVANTAGES

- Croissance supérieure
- Situation démographique favorable
- Endettement de l'État peu élevé
- Excédents des opérations courantes
- Réserves importantes de devises

DÉSAVANTAGES

- Inflation trop élevée
- Marché du crédit chinois sous tension
- Vulnérables à la contraction de l'économie mondiale
- Vulnérables à la réduction du financement étranger
- Vulnérables à la chute des prix des marchandises

Source : RBC GMA

émergents régionaux se débattent avec leurs propres problèmes, notamment des taux d'inflation trop élevés, la surabondance de crédit en Chine, un recours excessif au financement étranger en Europe de l'Est et une dépendance trop élevée aux prix des marchandises en Amérique latine.

À elles seules, de telles menaces devraient déclencher une alarme. Toutefois, lorsqu'elles sont comparées au tumulte qui règne dans les pays développés, les perspectives pour les économies des marchés émergents à moyen et à long terme paraissent carrément bucoliques. En outre, les principales caractéristiques des économies des marchés émergents, soit leur situation démographique favorable et des taux de croissance économique exponentiels, n'ont pas perdu de leur charme (figure 1).

Des facteurs démographiques supérieurs

Outre les exceptions notables que sont la Chine et la Russie, la plupart des pays en voie de développement ont la chance d'avoir une population jeune et de hauts taux de fertilité. Si la situation est gérée adéquatement¹, les pays en tireront des avantages, comme des dépenses minimales en soins de santé et en prestations de retraite, et réaliseront une croissance économique supérieure grâce à une augmentation naturelle de la main-d'œuvre. Même si les taux de fertilité ont commencé à baisser dans les pays en voie de développement (conséquence naturelle de la hausse des revenus), les données démographiques des marchés émergents continueront de faire progresser leurs économies plus rapidement que celles des pays développés (figure 2).

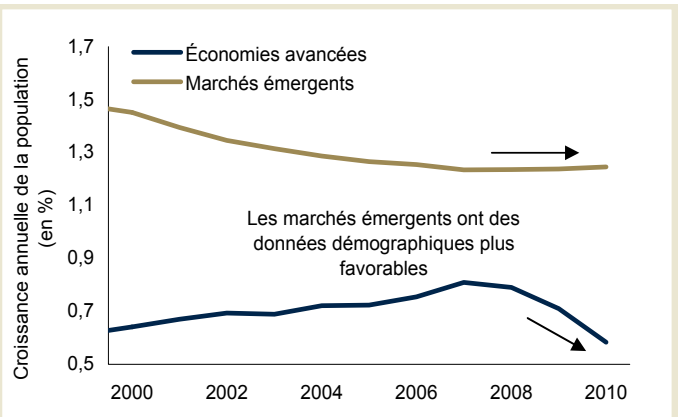
Une croissance économique musclée

La qualité la plus attrayante des marchés émergents est sûrement leurs taux de croissance économique extraordinaires. Les pays en voie de développement ont certainement fait bonne figure au cours des décennies qui viennent de passer grâce à une croissance annuelle du produit intérieur brut (PIB) réel de 4,8 % depuis 1970, soit près du double de celle des pays développés. De plus, les marchés émergents ont, dans l'ensemble, réussi à éviter ne serait-ce qu'une seule année de déclin économique pendant cette période et la plupart des pays en voie de développement ont esquivé le pire de la grande récession. Leur influence et leur rendement supérieur ont augmenté à un point tel qu'ils génèrent maintenant presque la moitié de toute la croissance économique mondiale, contre moins du quart dans les années 70 (figure 3). Ce résultat est bien en deçà de leur part de l'économie.

Bien qu'il existe des preuves d'un ralentissement de la croissance économique parmi les pays en voie de développement, ceux-ci semblent encore en voie de damer le pion aux économies développées, ce qui est d'une part lié aux avantages tirés des facteurs démographiques dont il est question ci-dessus et d'autre part lié à une croissance démesurée de la productivité.

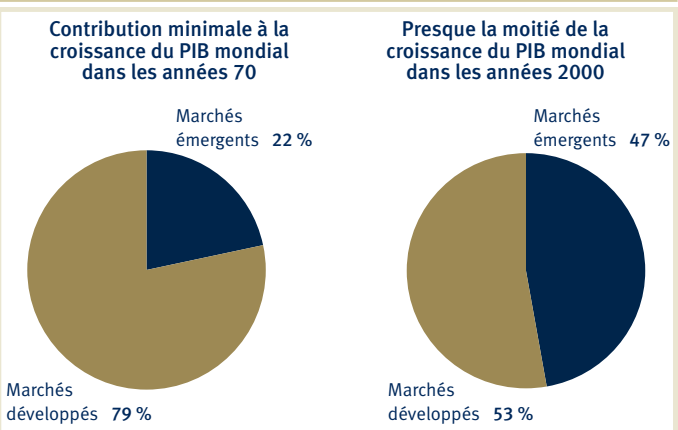
Il faut convenir que la croissance de la productivité a tendance à ralentir lorsque les pays deviennent plus riches

Figure 2 : La crois. de la population ralentit dans les économies avancées et reste stable dans les marchés émergents



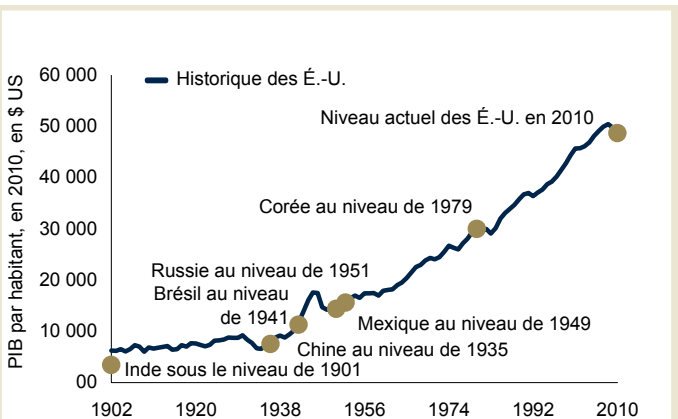
Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 3 : Les marchés émergents contribuent à la croissance mondiale



Calcul fondé sur les taux de change du marché
Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 4 : Le PIB des marchés émergents par habitant présente un grand potentiel d'amélioration



Sources : Haver Analytics, RBC GMA

¹ Un manque d'importance accordée à l'éducation et à une bonne politique publique peut se traduire par une augmentation du nombre de jeunes mécontents, ainsi que du risque politique qui en découle.

et que le piège du revenu moyen surgit², mais la plupart des principaux marchés émergents ont un long chemin sans obstacle à parcourir avant de heurter le plafond de la prospérité des pays développés (figure 4). À titre d'illustration, la production économique actuelle de la Chine par personne n'est pas supérieure à celle des États-Unis en 1935. Une certaine croissance démesurée demeure toujours facilement atteignable en imitant les technologies et les processus existants, en passant outre certaines étapes technologiques redondantes, comme les réseaux de téléphones fixes, et en tirant profit des grands marchés étrangers ouverts.

Pour rééquilibrer leurs économies et réduire leur dépendance envers les vieilles économies du monde développé, certaines nations, notamment la Chine, se sont récemment engagées à accorder plus d'importance à la consommation intérieure (figure 5). Bien sûr, c'est plus facile à dire qu'à faire et il faut des réseaux de sécurité sociale améliorés pour convaincre les ménages de réduire leur épargne de précaution. Toutefois, le potentiel de croissance intérieure est immense.

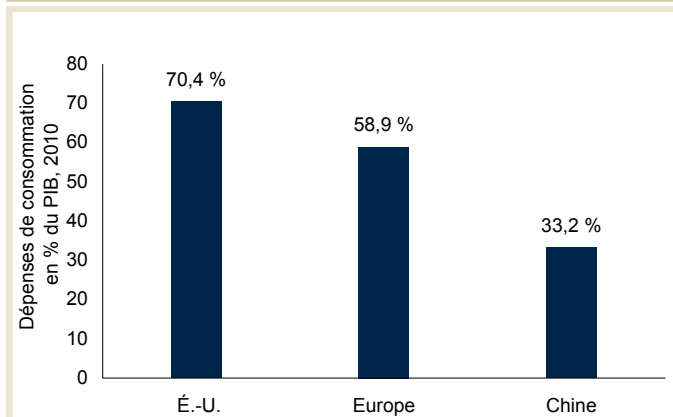
La crise financière asiatique

La crise financière asiatique de la fin des années 90 a dévoilé les failles de l'ancien modèle économique de la région et, jusqu'à un certain point, de la plupart des marchés émergents de l'époque. Les pays émergents d'Asie avaient connu une décennie de croissance économique extraordinaire, de l'ordre de 8 % à 12 % par année, en grande partie grâce aux entrées de capitaux titanesques de l'étranger qui avaient suralimenté les investissements nationaux. Ces capitaux se sont donc multipliés par eux-mêmes en raison de la stabilité illusoire offerte par les monnaies arrimées et les rendements impressionnants générés au point de départ, ce qui a mené à des investissements excessifs et mal gérés.

Lorsque les excès ont commencé à transparaître, il y a eu une fuite soudaine. Celle-ci a débuté en Thaïlande, puis s'est propagée à l'Indonésie, à la Corée du Sud, aux Philippines et à la Malaisie. Chaque pays a souffert de retraits massifs de capitaux et d'attaques spéculatives contre sa devise. Ils ont répliqué à l'aide de leurs réserves de change, mais elles étaient loin de suffire pour contrebalancer l'exode de capitaux étrangers. Leurs devises, libérées de leurs amarres, ont perdu entre 40 et 80 % de leur valeur presque du jour au lendemain.

² Certains pays des marchés émergents ont du mal à faire le passage requis de la production de biens de valeur peu élevée à une production de biens et de services de grande valeur.

Figure 5 : Les dépenses de consommation des marchés émergents demeurent inférieures



Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Alors que la dépréciation modérée d'une devise est bénéfique pour les économies exportatrices, une fluctuation aussi extrême présente peu d'avantages aptes à compenser ses inconvénients. L'inflation est montée en flèche. Le financement étranger s'est tari. Les banques, les ménages, les entreprises et les gouvernements se sont soudainement retrouvés aux prises avec des dettes étrangères plusieurs fois plus élevées (en devise locale) que ce qu'ils avaient négocié, alors que la valeur de leurs actifs s'était écroulée. Les gouvernements se sont retrouvés les mains liées, ce qui a limité leur capacité à entreprendre des mesures compensatoires. Le Fonds monétaire international (FMI) a dû renflouer plusieurs pays souverains.

À l'époque, conformément à son orthodoxie, le FMI a exigé, en contrepartie des renflouements, que ces pays remontent leurs taux d'intérêt jusqu'à 40 % pour freiner l'évasion de capital et instaurer la confiance en leurs devises. Toutefois, cette politique n'a pas eu l'effet escompté et a plutôt créé une autre série de problèmes économiques liés à la cherté du crédit. Des faillites d'entreprise en ont résulté.

Leçons tirées

Avec le recul, quelques aspects remarquables ressortent de cette expérience. En premier lieu, mentionnons le fait que les pays touchés ont fait preuve d'une force impressionnante. La crise a été intense, mais elle a eu peu de répercussions à long terme sur l'économie. Aucun pays n'a été en défaut de paiement de sa dette et n'a tardé à réparer les dégâts.

Ensuite, les pays des marchés émergents ont appris que les facteurs démographiques favorables et une croissance économique naturellement rapide ne garantissent pas,

à eux seuls, l'immunité contre les crises financières. Heureusement, ils ont réussi à appliquer les leçons tirées de cette expérience quasi mortelle ainsi que celles tirées de la crise Tequila, qui l'avait précédée en Amérique latine.

Des structures institutionnelles renforcées

Les marchés émergents ont maintenant presque tous adopté un ensemble de meilleures pratiques élaborées pour favoriser le développement économique et minimiser les crises. Elles comprennent une plus grande rigueur budgétaire, une attention particulière à l'éducation, la libéralisation des échanges, la privatisation, la déréglementation et un souci de l'inflation par les banques centrales. Des améliorations supplémentaires à la gouvernance et aux institutions sont encore nécessaires, mais des progrès énormes ont été accomplis ou sont en voie de l'être, et ce, sur tous les plans.

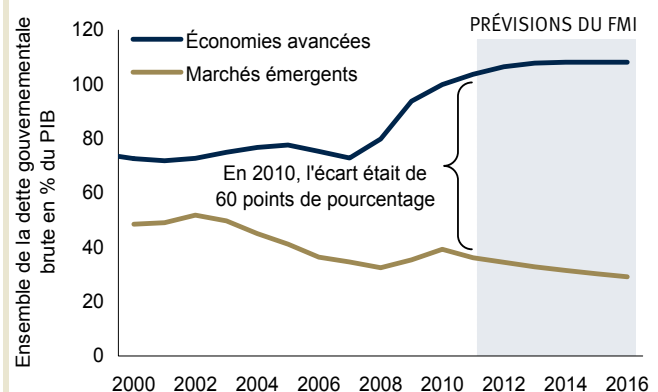
En fait, le souvenir de la férocité de la crise financière asiatique étant toujours frais, beaucoup de pays émergents ont décidé d'aller bien au-delà de ces quelques prescriptions d'ordre général. Ainsi, ils ont créé ce qui constitue un nouveau modèle économique, en sacrifiant une parcelle de croissance en échange de capacités supérieures pour éviter les catastrophes. Plus spécifiquement, ces pays ont minimisé de manière radicale les fardeaux de la dette gouvernementale et leur dépendance envers les capitaux étrangers. Cette stratégie semble porter ses fruits.

La dette inspectée à la loupe

Les marchés des titres de créance sont hautement intolérants vis-à-vis des nations délinquantes. Une fois qu'ils ont été déçus, ils sont deux fois plus méfiants. Dans un effort pour éviter un tel destin, les marchés émergents ont énergiquement diminué leurs ratios dette gouvernementale-PIB, qui sont passés de 50 % à tout juste 39 % au cours de la dernière décennie (figure 6). Le FMI prévoit d'autres améliorations au cours des années à venir. L'Indonésie en est l'incarnation : son ratio, qui se rapprochait de 100 %, est passé à seulement 27 % en 10 ans. Le Pérou et la Russie méritent aussi une mention spéciale. La tendance est particulièrement frappante par rapport aux nations développées, qui croulent sous des ratios d'endettement oscillants et croissants, déjà plus de deux fois supérieurs.

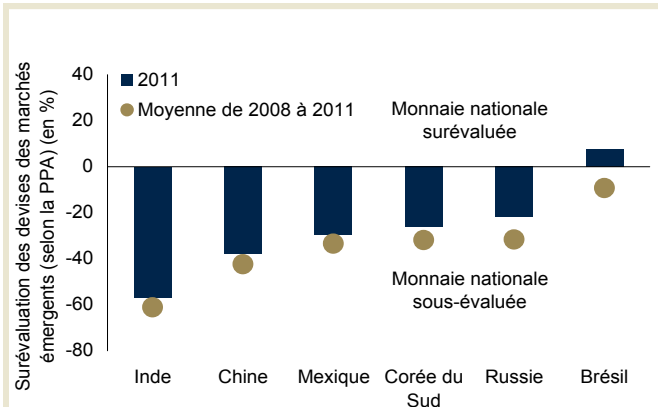
Les autres avantages d'un faible endettement sont les suivants : paiements d'intérêts moins élevés, bonnes relations avec le marché obligataire et capacité de prendre des mesures de relance lors de périodes économiques difficiles.

Figure 6 : Croissance de l'écart entre les dettes gouvernementales



Sources : Haver Analytics, FMI, RBC GMA

Figure 7 : La plupart des devises des marchés émergents sont sous-évaluées



Sources : Haver Analytics, RBC GMA

En y regardant de plus près, il est peu surprenant que les pays en voie de développement aient réussi à diminuer autant leur endettement, étant donné leur dynamique attrayante à ce chapitre. Ces pays peuvent se permettre le luxe d'enregistrer des déficits budgétaires modestes (actuellement, 2 % du PIB) et de s'engager dans une croissance fulgurante des dépenses publiques supérieure à 10 %, tout en continuant à profiter d'une baisse des ratios dette-PIB grâce à une croissance du PIB nominal qui atteint en moyenne un taux enviable de 13 % par année depuis une dizaine d'années.

Un excès de surplus

Une autre chose apprise par les marchés émergents est l'importance de maîtriser son propre destin, ce qu'il faut sacrifier lorsque l'on emprunte auprès d'investisseurs étrangers. Les pays en voie de développement ont repris les rênes en stabilisant leurs devises à des niveaux modérément

bas (figure 7), ce qui leur permet de constamment engranger des excédents des opérations courantes (figure 8). En termes simples, ils exportent plus que le reste du monde leur importe.

Ainsi, les pays en voie de développement acquièrent tout naturellement des réserves de devises et les étrangers ont plus de difficulté à exercer leur ascendant sur les pays en voie de développement (figure 9). Les réserves de change des marchés émergents ont monté en flèche, passant de niveaux relativement modestes à la fin des années 90 à près de 8 billions de dollars américains aujourd'hui, éclipsant ainsi les réserves des pays développés (figure 10). Les marchés émergents jouissent donc d'une puissance de frappe additionnelle pour défendre leur souveraineté économique dans l'éventualité d'une attaque spéculative. En outre, le seul fait d'accumuler des réserves aide à contenir leurs devises et à perpétuer le cercle vertueux³.

La situation a toutefois de bons et de mauvais côtés, en ce sens que les capitaux étrangers pourraient, en théorie, être attirés par la croissance des économies des marchés émergents (et la soutenir). C'est aussi une stratégie équivalant à une politique protectionniste. Toutefois, le grand avantage semble être le fait d'éviter un retrait soudain des investisseurs étrangers, ce qui avait occasionné la crise de 1997.

Risques

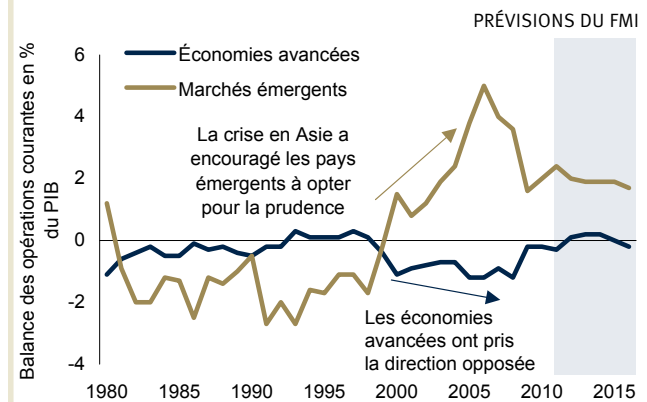
Nous pouvons en conclure que les données économiques fondamentales des marchés émergents sont attrayantes et que le risque d'une autre crise comme celle qui a eu lieu en Asie à la fin des années 90 est atténué par les mesures de précaution prises au cours de la dernière décennie. La preuve est là : les marchés émergents ont évité une catastrophe financière malgré tout ce qui s'est mal passé dernièrement sur la planète.

Toutefois, les marchés émergents ne sont pas entièrement dénués de risque. Le marché des swaps sur défaillance de crédit estime que le risque de défaut dans la plupart des pays des marchés émergents est plus élevé que dans la plupart des pays développés. L'histoire appuie un tel point de vue. Les plus récents cas de défaut sur une dette souveraine ont eu lieu dans des pays en voie de développement, lorsque l'Équateur et les Seychelles ont tous deux manqué à leurs obligations à l'automne 2008⁴.

³ On peut aussi se demander s'il s'agit également d'un cercle vertueux pour l'économie mondiale. Les déséquilibres internationaux des opérations courantes sont généralement perçus comme un manque d'efficacité qui pourrait freiner la croissance économique mondiale.

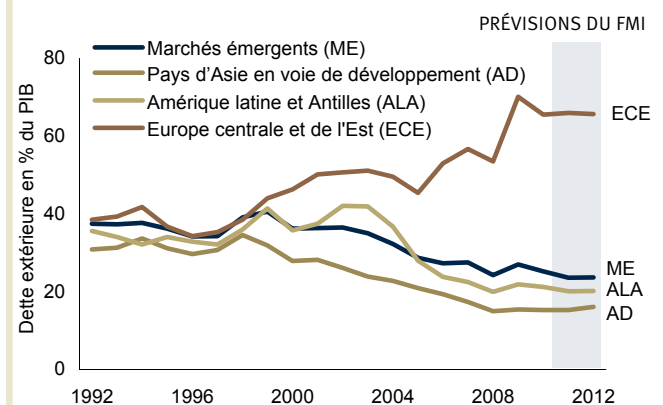
⁴ Les sommes étaient toutefois relativement dérisoires : 3,2 milliards de dollars dans le cas de l'Équateur et 230 millions de dollars dans le cas des Seychelles.

Figure 8 : Les énormes excédents des opérations courantes protègent les marchés émergents



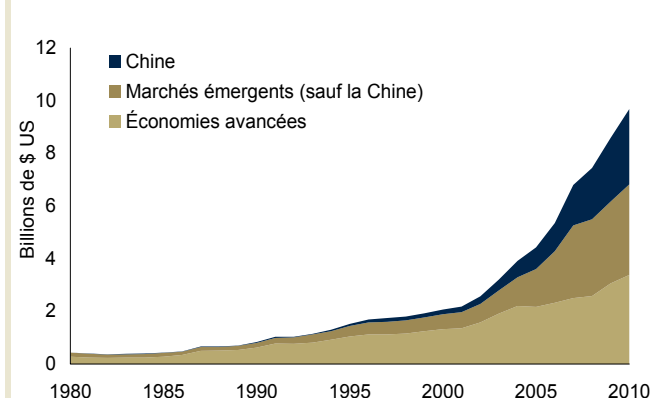
Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 9 : La plupart des régions ont réduit leur dépendance envers le financement étranger



Sources : Haver Analytics, FMI, RBC GMA

Figure 10 : Les réserves en devises des marchés émergents leur confèrent une énorme influence



Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Les agences de notation sont d'accord avec le marché des swaps sur défaillance ; elles soutiennent que la plupart des marchés émergents sont moins sûrs que la plus grande partie des pays développés (figure 11). La plupart des pays émergents d'importance ont des notations allant de A à BBB-, presque aussi bonnes que les cotes de AAA à A des pays développés.

Cependant, comme les pays développés doivent composer avec la montée en flèche de leur endettement et des perspectives amoindries de croissance économique, le vent est en train de tourner. Moins de 20 % du PIB mondial a maintenant une notation de AAA et beaucoup de pays développés sont sous surveillance avec perspectives négatives. Aucun pays développé n'a vu sa notation augmenter depuis septembre 2008, alors que les marchés émergents ont fait l'objet de 117 hausses au cours de la même période. De même, les pays qui sont le plus à risque de défaut aujourd'hui sont des pays « avancés » : la Grèce, le Portugal et l'Irlande. Les swaps sur défaillance de cinq ans de la Chine sont maintenant plus bas que ceux de la France. Néanmoins, plusieurs risques propres aux marchés émergents existent et il en est question ci-dessous.

L'illusion de la dissociation

Le point de vue selon lequel les marchés émergents se dissocient du monde développé et, ainsi, s'immunisent contre leurs problèmes, est légèrement optimiste. Malgré leur croissance supérieure, leur vulnérabilité minimale aux problèmes des banques occidentales et une plus grande capacité à soutenir leurs économies grâce à des incitatifs, le monde est un lieu où tout est intimement lié.

Les pays en voie de développement s'attachent inévitablement au monde développé par un grand nombre d'échanges, des flux financiers importants et une confiance étroitement liée. Les liens se solidifient d'une année à l'autre. Ainsi, si les pays développés s'effondrent dans une récession, ce qui n'est pas encore garanti, les marchés émergents ne pourront esquiver totalement le problème.

Renversement de situation pour les marchandises

Bien que plusieurs nations importantes des marchés émergents, comme la Chine, soient de grands importateurs de marchandises, beaucoup sont des exportateurs nets de marchandises, un fait qui s'applique tout particulièrement à l'Amérique latine. Beaucoup de nations des marchés émergents ont atteint des sommets grâce en partie à la montée en flèche des prix des marchandises au cours de la dernière décennie.

Figure 11 : Notation des dettes souveraines en date d'octobre 2011

PAYS	NOTATION DE S&P
Allemagne	AAA
É.-U.	AA+
Chine	AA-
Corée	A
Mexique	BBB
Russie	BBB
Brésil	BBB-
Inde	BBB-

Source : Bloomberg

Si les prix des marchandises continuent à diminuer, ce qui est concevable advenant une récession mondiale, les perspectives économiques du sous-groupe de pays en voie de développement fortement axés sur les marchandises risquent de se détériorer beaucoup plus. Par chance, la plupart des pays comprennent le caractère changeant des cycles des marchandises et se conduisent de manière responsable sur le plan budgétaire.

Vulnérabilité des devises

Les marchés émergents sont peut-être les plus exposés au double risque causé par les emprunts à l'étranger et la volatilité des taux de change. Chacun de ces risques peut infliger des dommages, mais ensemble, les risques sont multipliés.

À elle seule, la volatilité des devises constitue un danger important pour les nations des marchés émergents, en raison de l'étroitesse de leurs marchés des changes, qui sont donc plus enclins à la manipulation spéculative, ainsi que de leurs économies axées sur les échanges.

Les marchés émergents ont certes fait beaucoup pour mettre un frein à ce risque et brandissent leurs réserves de change bien garnies pour intimider les spéculateurs malintentionnés. Toutefois, ils ne sont pas complètement immunisés, puisque sans la soupape de sécurité naturelle que constitue une monnaie flottante, une explosion peut parfois survenir sans trop d'avertissements.

Emprunts étrangers

La dépendance des marchés émergents envers le financement étranger a du bon et du mauvais. C'est sans conteste une manière essentielle d'obtenir le capital nécessaire pour financer

une croissance économique rapide, surtout parce que les sources nationales se font souvent rares en raison du peu de richesses et du sous-développement des marchés du crédit. De même, il est naturel pour les investisseurs des économies développées de vouloir profiter de rendements plus lucratifs dans les économies à croissance rapide des pays en voie de développement. C'est une tradition de longue date qui remonte ou est antérieure à l'époque de l'Empire britannique.

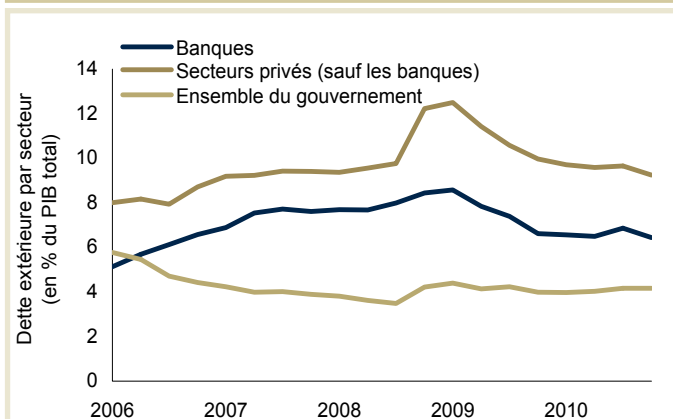
Le fait que beaucoup de pays émergents affichent maintenant un excédent des opérations courantes indique qu'une partie importante d'entre eux ne dépend pas de manière disproportionnée du reste du monde, du moins pas sur une base nette. Certains des principaux pays des marchés émergents doivent toutefois toujours composer avec un déficit des opérations courantes (surtout ceux de l'Europe de l'Est et de l'Amérique latine, mais aussi l'Inde), et même ceux qui dégagent un surplus ont au moins une certaine dépendance brute à l'égard des investisseurs étrangers.

Cette dépendance a ceci de désavantageux que lorsque la confiance des marchés se dégrade, les investisseurs étrangers cherchent des refuges. Un retrait aussi radical est problématique pour les économies émergentes dont la croissance a reposé sur l'investissement étranger et peut mettre les sociétés et les banques en danger. L'histoire est remplie d'exemples de ce genre. La plupart du temps, les problèmes des marchés émergents sont créés ou amplifiés par le retrait des investisseurs étrangers.

Une chute brutale de la devise nationale peut aussi alourdir la dette envers l'étranger beaucoup plus que prévu. C'est particulièrement vrai en Europe de l'Est, où la popularité des prêts hypothécaires libellés dans des devises comme le franc suisse a eu l'effet inverse de celui escompté lorsque le franc s'est apprécié.

Quelle est l'ampleur du risque associé aux emprunts étrangers en ce moment ? Il est réconfortant de penser que le ratio dette gouvernementale extérieure-PIB des marchés émergents a décliné au fil du temps. Toutefois, le secteur des sociétés privées des pays en voie de développement accroît ses emprunts étrangers depuis plusieurs années, attiré par l'offre de crédit bon marché par les investisseurs étrangers cherchant désespérément un rendement en revenu. Le ratio dette extérieure-PIB du secteur privé a donc enregistré une croissance modérée (figure 12). Les risques ne sont, en aucun cas, extrêmes, d'autant plus qu'une partie moindre de la dette

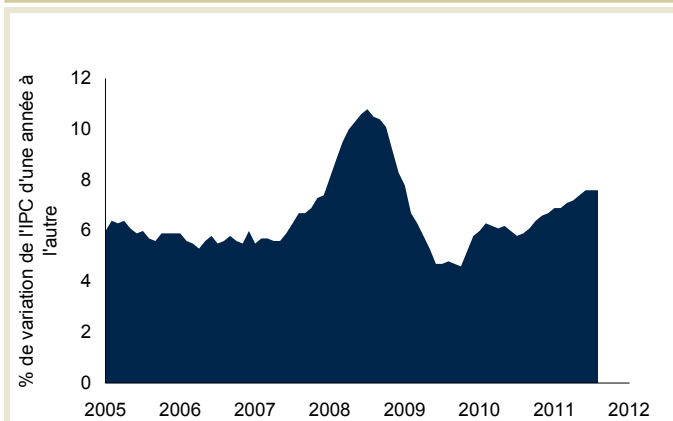
Figure 12 : Le secteur privé a une dette extérieure plus importante



Nota : Les marchés émergents représentent le Brésil, la Russie, l'Inde, le Mexique et la Corée.

Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 13 : Hausse de l'inflation dans les marchés émergents



Sources : FMI, RBC GMA

est à court terme et que les capitaux étrangers ont commencé à remplacer le crédit ; n'empêche qu'ils ont augmenté.

Malgré une certaine vulnérabilité, deux choses valent la peine d'être notées. D'abord, les marchés émergents ont étonnamment bien tenu le coup pendant le resserrement du crédit de 2008-2009, en dépit de ce talon d'Achille. Dans l'ensemble, les marchés étaient dans un état de panique et la vente d'actifs à risque était extrême. Malgré tout, peu de pays des marchés émergents ont trébuché. Ensuite, les marchés émergents ne sont pas seuls au monde. Le FMI appuie régulièrement les pays en voie de développement en difficulté, tout comme diverses autorités régionales⁵.

⁵ Ces institutions comprennent la Banque asiatique de développement (Asie), la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (Europe de l'Est) et la Banque interaméricaine de développement (Amérique latine).

Propagation de l'inflation

L'inflation cause régulièrement des problèmes aux marchés émergents ; actuellement, elle est un peu plus élevée que souhaité (figure 13), en partie parce que les économies se portent bien, ce qui occasionne la combinaison habituelle de pressions sur les salaires et les prix. Elle découle aussi en partie du fait que les taux directeurs extrêmement bas dans la plupart des pays développés ont stimulé les excès spéculatifs, y compris la hausse des prix des marchandises. Elle s'explique aussi par la grande vulnérabilité directe des marchés émergents aux prix des marchandises, car la population consacre une grande partie de son revenu à l'achat de produits de consommation de base comme la nourriture (figure 14).

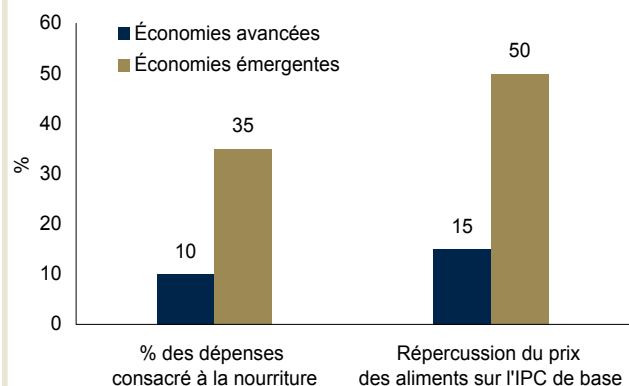
Un taux d'inflation élevé pose trois défis. D'abord, il entame le pouvoir d'achat des ménages. Ensuite, il oblige les banques centrales à resserrer leur politique monétaire (figure 15), d'où un ralentissement de la progression de l'économie. Finalement, il peut en résulter de l'instabilité politique, surtout parce que le fardeau repose plus particulièrement sur les pauvres⁶. L'inflation a récemment montré des signes de plafonnement, mais les prix de la nourriture, tout particulièrement, sont encore susceptibles d'augmenter étant donné les changements rapides de préférences (en particulier, un appétit croissant pour les protéines) et les effets nuisibles des changements climatiques sur la production agricole.

Le crédit en Chine

Actuellement, la Chine semble présenter un risque de décélération abrupte plus élevé que d'habitude. Les problèmes tournent autour du taux robuste de croissance du crédit bancaire depuis plusieurs années et la mauvaise répartition d'une partie de ce crédit. Dans une moindre mesure, les autres pays émergents sont exposés au même risque. Le marché immobilier semble sur le point de plafonner en Chine et les banques du pays pourraient avoir prêté aux municipalités chinoises plus que ce qu'elles peuvent, d'une manière réaliste, s'attendre à récupérer. Pendant ce temps, un système bancaire parallèle est apparu hors des limites des autorités réglementaires traditionnelles. Bref, un nuage d'inquiétudes entoure le secteur financier chinois.

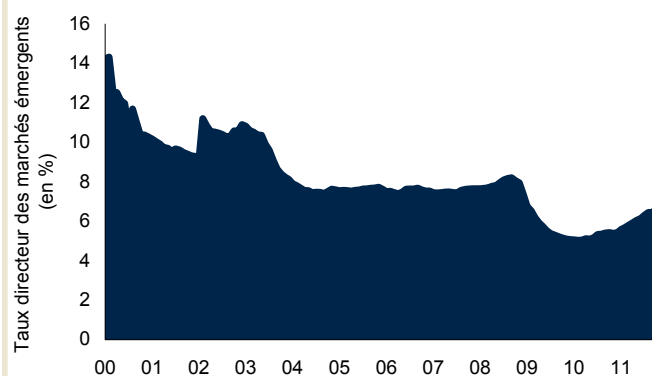
Il convient d'insister sur l'immense débat entourant chacun des aspects du présent exposé. Certes, l'accès à la propriété est pire qu'il ne devrait l'être et beaucoup de Chinois ont entrepris de

Figure 14 : Les marchés émergents sont vulnérables à la hausse des prix de la nourriture



Sources : FMI, RBC GMA

Figure 15 : Les marchés émergents resserrent leurs taux directeurs



Pays pris en compte : Brésil, Chili, Chine, Colombie, République tchèque, Égypte, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Maroc, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Afrique du Sud, Corée, Taïwan, Thaïlande et Turquie. La parité des pouvoirs d'achat est établie selon la part du PIB.

Sources : Haver Analytics, RBC GMA

spéculer dans un tel marché, faisant gonfler les prix. Toutefois, les prix des maisons n'ont pas grimpé aussi vite à l'extérieur des principaux centres urbains et l'achat de propriétés est encore soumis à des contraintes réglementaires artificielles qui pourraient être retirées si la demande venait sérieusement à manquer. Plus particulièrement, la plupart des Chinois qui habitent en campagne ne peuvent toujours pas déménager dans les régions urbaines ou y acquérir une propriété. De même, la vague de migration des régions rurales vers les régions urbaines autorisée par le gouvernement a permis de transformer beaucoup de projets de construction apparemment futiles en des lotissements prospères. Finalement, le parc de logements de la Chine est tombé en ruine pendant la Révolution culturelle et la plupart des travaux de construction effectués depuis n'ont fait que compenser l'immense retard.

⁶ Le printemps arabe a été provoqué en partie par les prix élevés des denrées alimentaires. Certains sont d'avis qu'ils sont aussi la cause des événements de la place Tiananmen.

Manifestement, beaucoup de municipalités chinoises ont emprunté plus auprès des banques qu'elles ne peuvent se le permettre, ce qui se traduit par des prêts non rentables et, finalement, par des pertes dans le secteur bancaire. Cependant, deux facteurs atténuent le problème. En premier lieu, de récentes révélations montrent que la dette municipale détenue par les banques ne s'élève qu'à environ 27 % du PIB, soit moins que ce qui était craint. En second lieu, la plupart des prêts ont été accordés sur l'ordre du gouvernement national, en tant que mesure de relance indirecte pour les gouvernements locaux. Les banques n'auraient jamais consenti les prêts en d'autres circonstances et ont compris qu'une proportion assez importante de ceux-ci ne serait jamais remboursée. Ce contrat implicite suppose également que lorsque les banques chinoises commenceront à éprouver des difficultés à cause de ces prêts, le gouvernement national entrera en scène pour les aider à se sortir d'affaire. En fait, c'est déjà le cas.

Dans l'ensemble, plus de problèmes menacent la Chine que d'habitude et des indices d'un ralentissement économique sont déjà visibles. Les catastrophes demeurent néanmoins improbables.

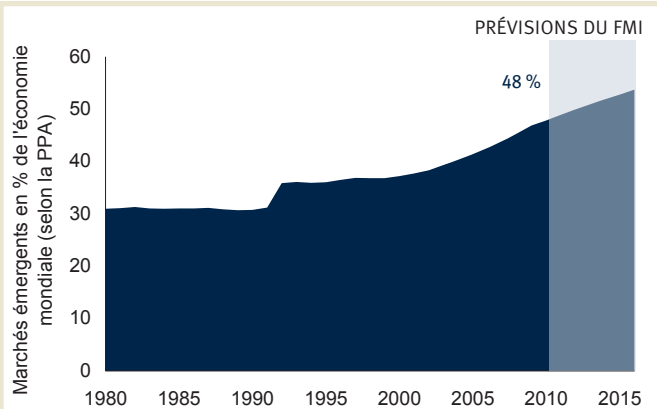
Investir dans les marchés émergents

Il y a bien entendu des avantages et des inconvénients à investir dans les marchés émergents. Les placements dans les marchés émergents sont sans conteste sensibles à une aversion spontanée pour le risque et les nations elles-mêmes sont à la merci d'innombrables risques et de ralentissements économiques. Les marchés émergents ont fait beaucoup pour minimiser ces risques et se sont montrés remarquablement résistants aux perturbations mondiales des dernières années, mais ils ne peuvent davantage garantir un rendement à court terme que les autres catégories de titres.

Il est également vrai que cette catégorie de titres représente un défi pour les investisseurs autonomes. L'univers des titres des marchés émergents est gigantesque. C'est un secteur qui nécessite non seulement une aptitude normale à analyser un bilan et à faire des prévisions macroéconomiques, mais aussi la compréhension des nuances culturelles, politiques et institutionnelles de douzaines de pays.

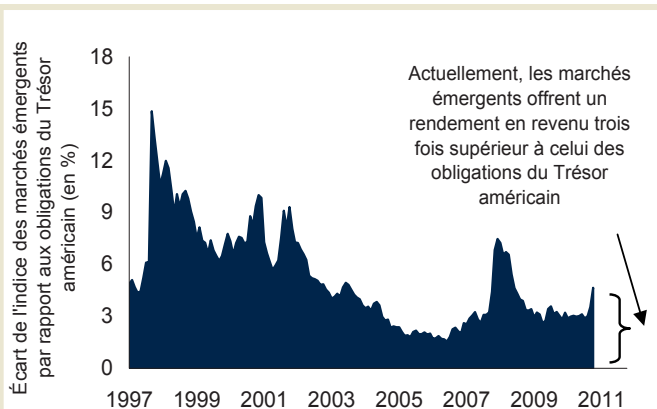
Malgré de tels défis, il existe des arguments en faveur de l'attribution d'une part croissante des portefeuilles de placements aux actifs des marchés émergents au fil du temps, du moins pour ceux dont l'horizon de placement est suffisamment long.

Figure 16 : Les marchés émergents formeront bientôt plus de la moitié de l'économie mondiale



Sources : FMI, RBC GMA

Figure 17 : Écart des titres d'État des marchés émergents par rapport aux obligations du Trésor américain



Source : Indice mondial d'obligations de marchés émergents JPMorgan

La première raison est liée aux perspectives de croissance économique indéniablement supérieures par rapport à celles des pays développés. Peu importe le stade du cycle économique mondial, les marchés émergents arrivent habituellement en première place. Il devrait continuer à en être ainsi pendant longtemps, ce qui offrira de généreux rendements aux investisseurs grâce à une croissance rapide des profits des sociétés et aux taux élevés des obligations. Les devises des marchés émergents ont aussi tendance à s'apprécier au fil du temps en raison des perspectives économiques supérieures de ces pays, de sorte que les placements libellés en devises locales procureront un rendement additionnel.

Deuxièmement, un portefeuille bien structuré devrait être diversifié sur le plan géographique. Les marchés émergents forment maintenant entre 34 % et 48 %

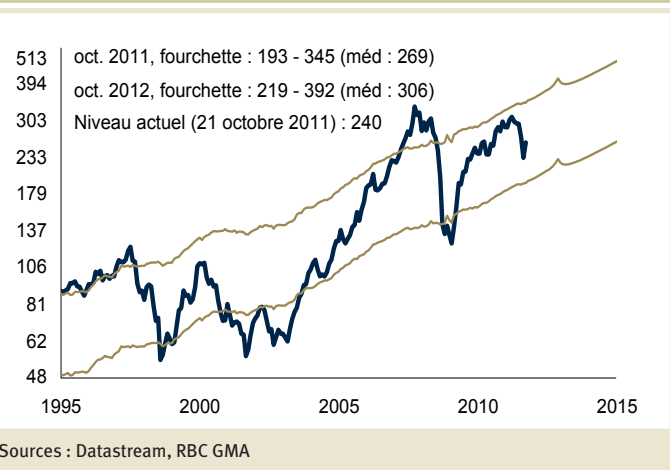
de l'économie mondiale⁷ (figure 16), mais n'attirent qu'une part beaucoup plus petite des placements⁸.

Troisièmement, un transfert intéressant est en cours entre les pays en voie de développement et les pays développés. Les pays en voie de développement ont beaucoup mieux tenu le coup que les pays développés ces dernières années, ce qui modifie sans doute l'équation risque-récompense entre eux. Il est maintenant moins facile de répondre à la question de savoir lequel des deux groupes offre les placements les plus sûrs.

Quatrièmement, les marchés émergents eux-mêmes sont en pleine transition. En termes simples, les pays émergents d'aujourd'hui sont les pays développés de demain. Il faut admettre que ce ne sont pas que de bonnes nouvelles, puisqu'elles signifient aussi que les taux de croissance finiront par ralentir et les données démographiques, par se détériorer. L'important est toutefois que ces marchés émergents établiront les cadres réglementaires et institutionnels nécessaires pour assurer une plus grande stabilité, que leurs marchés financiers s'élargiront, que leurs taux d'inflation devraient baisser et que leurs citoyens s'enrichiront. En d'autres termes, la plupart des risques associés aux placements dans les marchés émergents ne sont que transitoires. Pour les investisseurs ayant un horizon de placement suffisamment long, il s'agit de placements dans des marchés développés, mais sous un déguisement.

Cinquièmement, les valorisations actuelles semblent attrayantes. À titre d'exemple, le principal indice obligataire

Figure 18 : Marchés émergents : indice Datastream
Valorisations et bénéfices normalisés



des marchés émergents offre un rendement en revenu trois fois plus élevé que celui du marché des obligations du Trésor américain (figure 17). Notre propre graphique d'évaluation des marchés émergents, présenté séparément, montre que les valorisations des actions sont raisonnables (figure 18).

En résumé, les avantages grandissants des marchés émergents en font une option de placement de plus en plus attrayante à long terme, pourvu que les risques correspondants soient bien compris.

⁷ En fonction des taux de change utilisés.

⁸ Les positions indirectes provenant des sociétés multinationales constituent un indicateur utile, mais fortement dilué et d'une valeur beaucoup moins attrayante.

Le présent rapport a été préparé par RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA) à titre d'information seulement et ne doit pas être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit préalable de RBC GMA. Les renseignements y figurant ne constituent pas des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, ni des conseils de placement ou autres, et ne devraient pas être considérés comme tels. RBC GMA prend des mesures raisonnables pour fournir des renseignements à jour, exacts et fiables, et croit qu'ils le sont au moment de leur impression. En raison de la possibilité que survienne une erreur humaine ou mécanique ainsi que d'autres facteurs, notamment des inexactitudes techniques et des erreurs ou omissions typographiques, RBC GMA décline toute responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions que pourrait contenir le présent document. RBC GMA se réserve le droit, à tout moment et sans préavis, de corriger ou de modifier les renseignements, ou de cesser de les publier.

Tout renseignement prospectif sur les placements ou l'économie contenu dans le présent rapport a été obtenu par RBC GMA auprès de plusieurs sources. Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables, mais ni RBC GMA, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'en garantit explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

Les opinions et les estimations que renferme ce document représentent notre jugement à la date indiquée et peuvent être modifiées sans préavis ; elles sont fournies de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale. Dans la mesure autorisée par la loi, ni RBC GMA, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'assument une responsabilité quelconque à l'égard de toute perte découlant directement ou indirectement de l'utilisation des renseignements prospectifs que contient ce document. Les taux d'intérêt et les conditions du marché peuvent changer.

NOTE SUR LES ÉNONCÉS PROSPECTIFS

Le présent rapport peut contenir des déclarations prospectives au sujet des rendements futurs, stratégies ou perspectives, ainsi que sur les mesures qui pourraient être prises. L'emploi des modes conditionnel ou futur et des termes « pouvoir », « se pouvoir », « devoir », « s'attendre à », « soupçonner », « prévoir », « croire », « planifier », « anticiper », « évaluer », « avoir l'intention de », « objectif » ou d'expressions similaires permet de repérer les déclarations prospectives. Les déclarations prospectives ne garantissent pas le rendement futur. Les déclarations prospectives comportent des incertitudes et des risques inhérents quant aux facteurs économiques généraux, de sorte qu'il se peut que les prédictions, les prévisions, les projections et les autres déclarations prospectives ne se réalisent pas. Nous vous recommandons de ne pas vous fier indûment à ces déclarations, puisqu'un certain nombre de facteurs importants pourraient faire en sorte que les événements ou les résultats réels diffèrent considérablement de ceux qui sont mentionnés, explicitement ou implicitement, dans les déclarations prospectives. Ces facteurs comprennent notamment les facteurs généraux d'ordre économique et politique ou liés au marché du Canada, des États-Unis et du monde entier, les taux d'intérêt et les taux de change, les marchés mondiaux des actions et des capitaux, la concurrence, les évolutions technologiques, les changements législatifs et réglementaires, les décisions judiciaires et administratives, les actions en justice et les catastrophes. La liste de facteurs essentiels ci-dessus, qui peut avoir une incidence sur les résultats futurs, n'est pas exhaustive. Avant de prendre une décision de placement, nous vous invitons à prendre en compte attentivement ces facteurs et les autres facteurs pertinents. Toutes les opinions contenues dans les déclarations prospectives sont sujettes à changement sans préavis et sont fournies de bonne foi mais sans responsabilité légale.

® Marque déposée de la Banque Royale du Canada. RBC Gestion mondiale d'actifs est une marque déposée de la Banque Royale du Canada. Utilisation sous licence. © RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., 2011.

