

# Perspectives stratégiques

## Q1 2018

### 2018, une année charnière pour l'inclusion financière dans les marchés émergents

Publié trimestriellement par Symbiotics

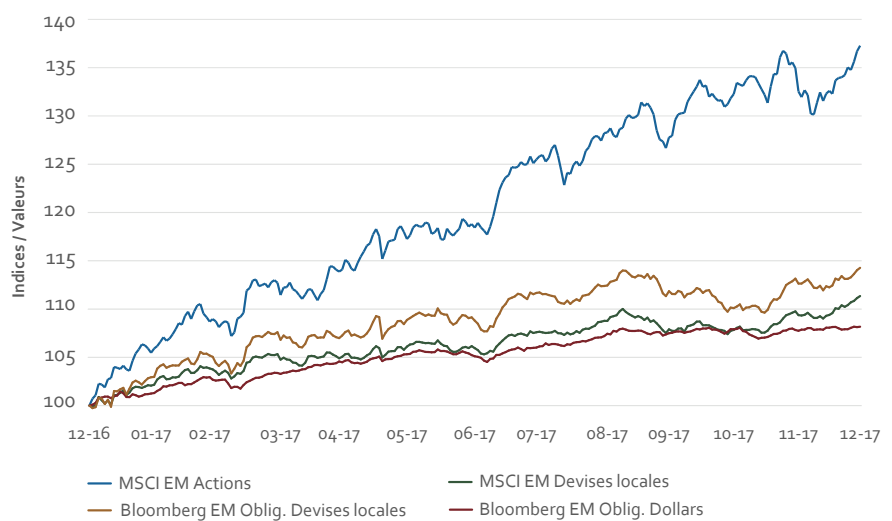
Par David Grimaud, CFA  
Responsable allocation d'actifs

2017 a vu le retour en grâce des actifs émergents, sur fond d'une remontée des taux américains plus lente que ce que laissait présager la fin annoncée des mesures d'assouplissement monétaire et l'arrivée de Donald Trump à la Maison Blanche. Dans les pays émergents, l'année 2018 devrait être marquée par une forte disparité des politiques monétaires mais une même volonté d'accélérer les réformes économiques et surtout celles visant à accélérer l'inclusion financière.

### 2017, une bonne année pour les émergents

Les marchés émergents ont réalisé le grand chelem en 2017, avec des performances positives sur tous les marchés financiers organisés. Les actions ont délivré un rendement total de 37% selon l'indice MSCI Emerging Markets, les obligations libellées en devises ont affiché une performance moyenne de 14% alors que les obligations libellées en dollar ont délivré une performance de 8.7%. Les devises, quant à elles, se sont appréciées de 11% en moyenne.

Figure 1 : Evolution des actions, obligations et devises émergentes en 2017\*



\*Base 100 au 29.12.2016, Source : Bloomberg

Le rendement passé n'est pas représentatif des résultats futurs.

Pour rappel, ces marchés étaient fortement dévalorisés et ont souffert de la chute des cours des matières premières et notamment du pétrole entre début 2014 et fin 2016. A titre d'exemple, sur cette période le rendement total annualisé des actions émergentes était de -0.46%; il est actuellement de 10.66%. L'écart est tout aussi significatif sur les marchés obligataires émergents. Il y a un an, le même calcul du rendement annualisé sur les obligations émergentes souveraines en devises locales aboutissait à un résultat de -3.40%, pour se situer aujourd'hui autour de +3.69%.

#### Symbiotics

Rue de la Synagogue 31  
1204 Geneva  
t +41 22 338 15 40

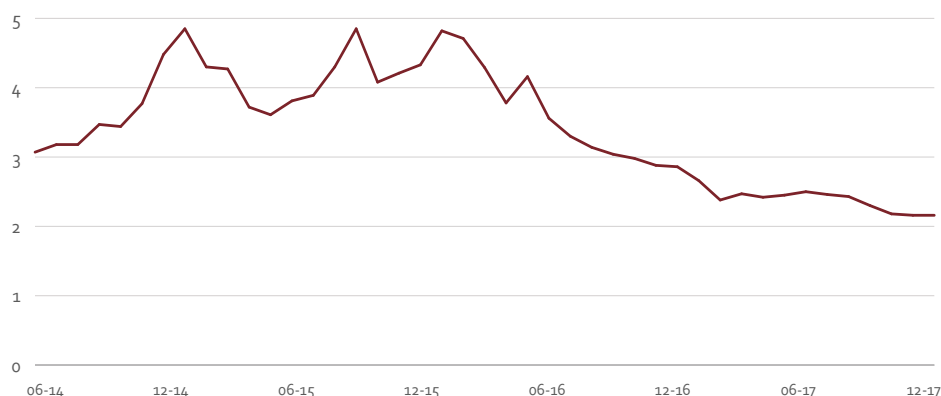
[symbioticsgroup.com](http://symbioticsgroup.com)

## La hausse des taux US, un facteur différenciant

2017 aura donc été une année de redressement des marchés émergents avec, par ailleurs, un retour important des investisseurs tel que l'illustre le flux net d'investissements qui en 2017 a dépassé les 70 milliards de dollars selon Bloomberg. Les investisseurs qui avaient massivement positionné leurs portefeuilles sur les actifs américains en 2015 et 2016 en anticipation d'une accélération du rythme de hausse des taux directeurs américains, ont rééquilibré leurs allocations suite au discours plus accommodant de la Réserve Fédérale. Les taux américains ont néanmoins été remontés par les gouverneurs de la Fed de 75 points de base tout au long de l'année 2017 et les écarts de taux à trois ans entre les obligations émergentes et les obligations américaines sont aujourd'hui au plus bas depuis la crise des subprimes. Sur les marchés de la dette, les pays émergents se retrouvent donc sous pression avec l'éventuelle contrainte de devoir remonter, à leur tour, leurs taux directeurs afin de maintenir leur attractivité face à des taux américains qui devraient continuer d'augmenter en 2018 et 2019.

Tous ne sont cependant pas à mettre à la même enseigne. La chute des prix des matières premières en 2014-2015 a mis à nu les disparités économiques et structurelles entre pays. Ainsi, les pays émergents forment aujourd'hui un ensemble plus hétérogène que jamais. Selon qu'elles soient plus ou moins diversifiées ou vulnérables aux chocs extérieurs, ces économies ne disposent pas des mêmes marges de manœuvre pour retenir les capitaux étrangers face à l'embellie économique annoncée des pays avancés, et plus particulièrement des Etats-Unis.

Figure 2 : Ecart de taux à 3 ans entre émetteurs issus des pays émergents et les titres obligataires américains depuis la crise des matières premières (%)



Source : Bloomberg

## L'accélération des réformes réglementaires et de gouvernance: une nécessité

Les économies émergentes les plus diversifiées en termes de sources de recettes publiques ont profité de la baisse des cours des matières premières pour assainir ou renforcer leurs balances budgétaire et commerciale, augmenter les réserves de devises ou adopter des politiques monétaire et fiscale de soutien à la croissance domestique. C'est le cas de pays comme le Bangladesh, la Chine, l'Inde, les Philippines ou la Tanzanie. Ces pays sont moins directement menacés par la remontée des taux américains car leurs fondamentaux sont attractifs et la poursuite des réformes, en priorité destinées à dynamiser la croissance domestique, devrait leur permettre d'améliorer la perception du risque d'investissement auprès des investisseurs étrangers.

Un deuxième groupe de pays, plus dépendants aux exportations de matières premières, a retenu également l'attention des investisseurs. Ces pays incluent l'Albanie, le Botswana, le Cambodge, la Colombie, le Costa Rica, l'Indonésie ou encore le Vietnam. Comme pour le premier groupe, ils possèdent des institutions de gouvernance politique et économique relativement solides, et ils ont engagé des réformes favorables au développement du secteur privé au moment où les prix des matières premières étaient encore dans la phase haussière du cycle.

L'ensemble formé par ces deux groupes de pays émergents avec des économies relativement diversifiées et de solides fondamentaux financiers sera le plus résilient face à la hausse des taux américains et potentiellement le moins enclin à s'engager dans des politiques monétaire et fiscale plus restrictives, à moins d'un risque inflationniste qui menacerait la stabilité des monnaies et le pouvoir d'achat des populations locales.

Vient ensuite un groupe de pays dont le niveau de diversification des sources de revenus permet de contenir la dépendance aux fluctuations des prix des matières premières malgré des situations financières ténues. Pour ces pays parmi lesquels l'Argentine, le Brésil, le Kenya, le Maroc, la Roumanie, ou le Sri Lanka, la rétention des flux d'investissement étrangers et le renouvellement de la dette extérieure sont indispensables au maintien des affaires et à la stabilisation de la croissance. La hausse des taux américains entraîne, pour ces pays, un besoin urgent de conduire des réformes de fond qui leur permettront non seulement d'accroître et fidéliser les investissements directs étrangers mais plus globalement, d'améliorer leur compétitivité face aux pays des deux premiers groupes. Ainsi, le Brésil s'est engagé dans une réforme de son système de retraite pour réduire les dépenses publiques.

En Argentine, la vision pro-libérale du président Macri devrait favoriser le développement de l'activité économique. La Roumanie mène une politique d'expansion fiscale qui associée à la hausse des revenus des ménages a dynamisé sa croissance économique, mais le pays aura besoin de lancer des réformes plus durables pour voir revenir les capitaux étrangers. Le Maroc mène une politique d'ouverture active aux investissements étrangers à base d'avantages fiscaux et de mesures monétaires pour accroître sa compétitivité. Le Kenya et le Sri Lanka peuvent encore mieux faire car les mesures prises pour renforcer les normes de contrôle et de transparence de leurs secteurs bancaires en vue d'une accélération du financement du secteur privé sont insuffisantes.

Le dernier groupe à clore notre segmentation n'est pas des moindres. Il est caractérisé par de fortes dépendances économiques aux fluctuations des matières premières et des situations financières précaires héritées de pratiques de gouvernance qui se sont dégradées avec la chute des cours de matières premières en 2014-2015. C'est le cas par exemple de l'Afrique du Sud, de l'Angola, de l'Azerbaïdjan, de l'Equateur, de la Mongolie ou du Nigeria. De faibles réserves de devises, des ratios d'endettement au-dessus des standards observés dans ces marchés et des déficits budgétaires ou commerciaux importants conduisent ces pays à recourir la plupart du temps à l'assistance salvatrice du FMI. Lorsque les institutions politiques garantissent une liberté de vote, des situations inattendues de dissensions politiques éclatent au sein même de la mouvance politique dirigeante comme c'est le cas en Afrique du Sud avec la victoire de Cyril Ramaphosa à la présidence du Congrès National Africain (ANC) qui a entraîné deux mois plus tard la démission de Jacob Zuma avant la fin de son mandat présidentiel, ou en Equateur avec les tensions au sein de l'Alianza País (AP) entre partisans de l'ancien président Rafael Correa et ceux du président actuel Lenín Moreno, au sujet d'accusation de corruption et des réformes nécessaires pour redresser les comptes publics.

## Des mesures tous azimuts pour favoriser l'inclusion financière

Quelles que soient les situations économiques cependant, on observe actuellement dans tous les pays émergents une volonté de favoriser l'inclusion financière, c'est-à-dire d'améliorer la pénétration bancaire soit via des mesures classiques d'accroissement de l'offre telles que l'octroi de nouvelles licences bancaires, soit via la promotion de l'accès à des solutions de financement innovantes dédiées aux populations non bancarisées ou sous-bancarisées telles que les populations rurales ou les ménages dont les revenus sont issus du secteur informel.

En Argentine et au Costa Rica, les régulateurs planchent sur des mesures permettant d'accroître les montants de dépôts garantis en cas de faillite bancaire. Ces mesures devraient améliorer la confiance dans les institutions bancaires et entraîner une meilleure mobilisation des dépôts. L'Argentine accompagne ces réformes avec la mise en place d'un comité interministériel sur l'inclusion financière. En Azerbaïdjan, suite à des faillites en cascade en 2016 dont celle de Bank Standard, la 6e banque du pays par ses actifs, le régulateur a défini un cadre réglementaire pour renforcer le contrôle des banques en difficulté avec leur solvabilité. L'Inde, afin de relancer la croissance bancaire, s'est lancée dans une campagne d'apurement des créances douteuses détenues par les banques d'état et les banques provinciales, campagne à laquelle sont associés un plan d'injection d'une trentaine de milliards de dollars et une réforme des pratiques de gouvernance. Le Maroc a accordé une dizaine de licences à des banques islamiques en 2017 tandis que le Kenya établit un cadre réglementaire pour la finance islamique. Le Nigeria, qui souhaite faire progresser son taux d'inclusion financière de 60% à 80% a renforcé la transparence sur les frais bancaires dans le but de créer une compétition tarifaire déclenchant un afflux de nouveaux clients.

En Ouganda, les banques sont désormais autorisées à commercialiser leurs offres via des réseaux de distribution tiers (Agency Banking) et la Tanzanie songe à mettre une limite sur les taux d'intérêts que peuvent prélever les banques.

Ce plafonnement des taux, utilisé comme mesure d'accélération de l'inclusion financière dans d'autres pays comme le Kenya, le Cambodge ou la Colombie a toutefois montré ses limites. A noter qu'en Colombie, le régulateur financier songe à faire le chemin inverse et retirer le plafond sur les taux d'intérêts bancaires pour relancer l'activité de crédit par l'offre.

## Des pays émergents plutôt accueillants avec les Fintechs

Les mesures mises en place pour favoriser l'accès à des solutions innovantes, notamment via les Fintechs, constituent cependant les progrès les plus marquants. Le Pérou, l'Argentine, le Mexique ou encore le Brésil mettent en place des législations réglementant les Fintechs. La Colombie planche également sur la meilleure manière de faire cohabiter ces nouveaux acteurs avec les banques traditionnelles alors que les filiales locales des groupes BBVA et Scotiabank ont annoncé des plans d'investissement de respectivement 150 millions et 40 millions de dollars pour développer leurs stratégies digitales. La Banque Populaire de Chine, l'organe central de régulation, a mis en place un comité de supervision des Fintechs dans un souci similaire de mieux encadrer leurs activités commerciales. En Inde, les conséquences de la réforme de démonétisation menée en novembre 2016 sont encore difficiles à quantifier. Néanmoins, même si elle échoue à atteindre son objectif initial qui était de réduire l'emprise du secteur informel, elle a entraîné un surplus de liquidité dans le secteur bancaire, une baisse des taux d'emprunts et une forte augmentation du nombre de Fintechs et de nouvelles solutions digitales.

L'Afrique du Sud quant à elle a récemment accordé deux licences bancaires à deux nouveaux acteurs issus des Fintechs avec l'objectif de mieux couvrir les besoins en financement dans les régions éloignées des centres urbains. Le Kenya conserve son avance dans le domaine des Fintechs et plusieurs acteurs du secteur bancaire mettent en place des partenariats stratégiques avec des télécoms pour prendre des parts de marché au leader Safaricom et son offre M-Pesa. Après plusieurs mois de débats et de rumeur au sujet d'un éventuel abus de position dominante de Safaricom, l'Autorité des Communications (CA), l'organe régulateur des communications, a rendu en 2017 son verdict. Il n'ordonnera pas la scission de Safaricom entre sa division de téléphonie mobile et M-Pesa, la division de banque mobile car cela reviendrait, selon ses termes à « punir la réussite » de l'entreprise de télécoms. Dans le même temps, M-Pesa et ses compétiteurs sont désormais tenus à une transparence plus stricte sur leurs frais.

## Les réformes comme alternatives à la hausse des taux

On constate globalement une répartition équilibrée entre les réformes visant à diminuer le risque bancaire et celles visant à l'expansion du marché du crédit. Bien qu'on ne puisse pas enlever le mérite de ces réformes aux dirigeants politiques en place, cette sagesse est souvent la conséquence du rôle de garde-fou joué par le Fonds Monétaire International (FMI) pour les pays les plus en crise ou encore la conséquence d'une menace de dégradation des notes de crédit des grandes agences de notation qui entraînerait une importante fuite des capitaux. Toutes ces mesures visent à améliorer de manière structurelle, et donc durable, les perspectives de croissance des économies émergentes et leur capacité à attirer des investissements étrangers. Elles sont aujourd'hui encore plus d'actualité car, face à la normalisation de la politique monétaire américaine, elles offrent une alternative à une hausse des taux directeurs domestiques qui pénaliserait les politiques de relance alors que les acteurs économiques locaux se remettent à peine de la précédente crise.

Dans notre segmentation, les économies émergentes les plus dépendantes, à la fois, des capitaux étrangers et des cours des matières premières ont encore de nombreux défis à relever. Malgré les réformes engagées pour diversifier l'économie, améliorer l'efficacité de l'administration fiscale et favoriser le développement du secteur privé, ces pays vont être contraints de relever les taux directeurs domestiques pour retenir les capitaux étrangers et financer les déséquilibres budgétaire et commercial à court et moyen terme.