

Le redressement des banques des marchés émergents : la clé de la croissance mondiale

Rapport Signature – mai 2014



SIGNATURE
GESTION MONDIALE D'ACTIFS™



Eric Bushell
Directeur des placements

Les retraits massifs qu'a essuyés une banque chinoise de la province de Jiangsu en mars ont marqué la fin du premier trimestre de manière tout à fait appropriée. Depuis des années, les marchés doutaient de la solidité du système bancaire chinois et craignaient, avec raison, que les capacités excédentaires de l'économie acquises par emprunt n'aboutissent à une montagne de mauvaises créances. En fait, les banques de la Chine continentale cotées à Hong Kong se négocient précisément selon ce scénario. Les craintes modérées qui subsistent depuis longtemps touchant la possibilité d'une crise financière se sont donc trouvées exacerbées au premier trimestre de 2014, lorsque la Chine a permis les premiers défauts de payer dans le secteur chinois des titres d'emprunt. D'autres défaillances de ce genre sont à prévoir par suite de la rationalisation et de la consolidation de secteurs économiques entiers. Nous en sommes à une étape critique de développement de l'économie et du secteur financier chinois. Leur évolution au cours des neuf prochains mois sera un facteur déterminant pour la croissance mondiale et pour les prix des actifs à risque. J'ai affirmé exactement la même chose au sujet du système financier américain en 2007, mais heureusement cette fois, mes attentes au sujet de la Chine sont plus positives.

Les stratégies de placement de base de Signature, depuis la crise financière de 2007-2008, dépendent de la solidité des sources de capitaux, notamment les systèmes bancaires et les marchés de titres d'emprunt. Les conditions dans ces marchés du crédit (qui établissent les prix et la disponibilité des capitaux) déterminent en grande partie les prix des actifs depuis huit ans. Ce mécanisme de tarification est logique, puisque des valorisations fondées sur les défaillances et sur les liquidations remplacent les valorisations sur une base de pérennité lorsque les sociétés ne peuvent pas renouveler leurs échéances. L'alternance entre l'appétit et l'aversion pour le risque dépendant de la disponibilité des capitaux, nous y portons une attention toute particulière.

Leçons apprises des États-Unis et de l'Union européenne

L'exigeant processus de remise sur pied du système financier mondial a été amorcé aux États-Unis après la crise de l'immobilier qui a ruiné les banques et immobilisé les marchés obligataires. Une fois maîtrisée aux États-Unis grâce à de vigoureuses interventions politiques, la crise s'est propagée à l'Europe, où la stabilité des banques était menacée par les dettes souveraines. Là aussi, de très vigoureuses mesures sont parvenues à redresser la situation (à ma grande surprise). Le processus de redressement dans les pays émergents en est à sa dernière étape en 2014-2015, notamment en Chine et en Inde, ces deux pays injectant actuellement des capitaux tant publics que privés dans leur système bancaire.

C'est, selon moi, d'une importance critique pour ces marchés, comme ce fut le cas auparavant. Les mesures instituées par

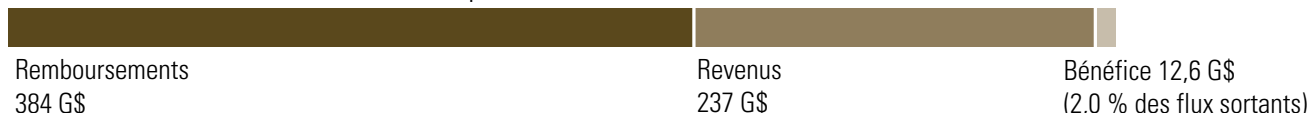
Graphique 1 : L'état du repêchage

Flux de capitaux liés au programme TARP

Flux sortants : 609 G\$. Ceci comprend les fonds qui ont réellement été dépensés, investis ou prêtés.



Flux entrants : 621 G\$. Capitaux remboursés, ou versés au Trésor à titre d'intérêts, de dividendes, de frais ou de rachats de bons de souscription d'actions.



Tim Geithner et Ben Bernanke pour renflouer le système bancaire américain par le programme TARP (Troubled Asset Relief Program), y compris les injections de liquidités, les mesures de soutien de la liquidité des actifs et les garanties, se sont avérées des modèles et un tournant pour les marchés qui ont alors entamé l'actuelle période haussière en cours depuis 2009 (graphique 1). En Europe, c'est l'affirmation de Mario Draghi en 2012, qui se disait prêt à faire « le nécessaire » pour soutenir les marchés européens des dettes souveraines et pour assurer l'accès des banques aux liquidités, qui a marqué le tournant. Dans les deux cas, les mesures ont servi à éliminer l'important risque de déflation et d'effondrement économique, et les marchés ont rebondi.

Les exigences subséquentes imposées aux banques américaines au chapitre des réserves de fonds propres ont limité les versements de dividendes, permettant aux banques de conserver leurs bénéfices. Il en est résulté, pour le système bancaire américain, une capitalisation sans reproche. Les banques de Suisse et du Royaume-Uni, qui ont fait l'objet de vigoureuses mesures de recapitalisation par des injections de capitaux privés et publics, sont également bien rétablies. Les banques européennes sont moins rentables, fonctionnent dans des contextes économiques moins favorables et cherchent toujours des capitaux supplémentaires. L'adoption, en novembre, d'un nouvel organisme de réglementation européen et d'une revue uniformisée des fonds propres des banques devrait éliminer une fois pour toutes les doutes au sujet de la robustesse des bilans des banques européennes. Dans l'ensemble, les banques d'Europe continentale semblent avoir regagné la confiance des marchés.

On ne peut en dire autant des banques de la Chine et de l'Inde qui sont majoritairement cotées en bourse et la propriété de l'État. En Chine, au premier trimestre, les cours des actions des banques ont chuté à des multiples cours/bénéfices de 3 et de 4 en dépit de leur forte rentabilité (RDC de près de 20 pour cent), d'importantes réserves de fonds propres (capitaux de première catégorie d'au moins 10 pour cent) et d'attrayants dividendes (six à huit pour cent). De toute évidence, le marché ne croit pas que les taux de défaillance des prêts ne sont que de un à deux pour cent, ni que les réserves de fonds propres sont telles qu'annoncées. On s'attend donc à une dilution à grande échelle de l'avoir des actionnaires. La situation en Inde est semblable.

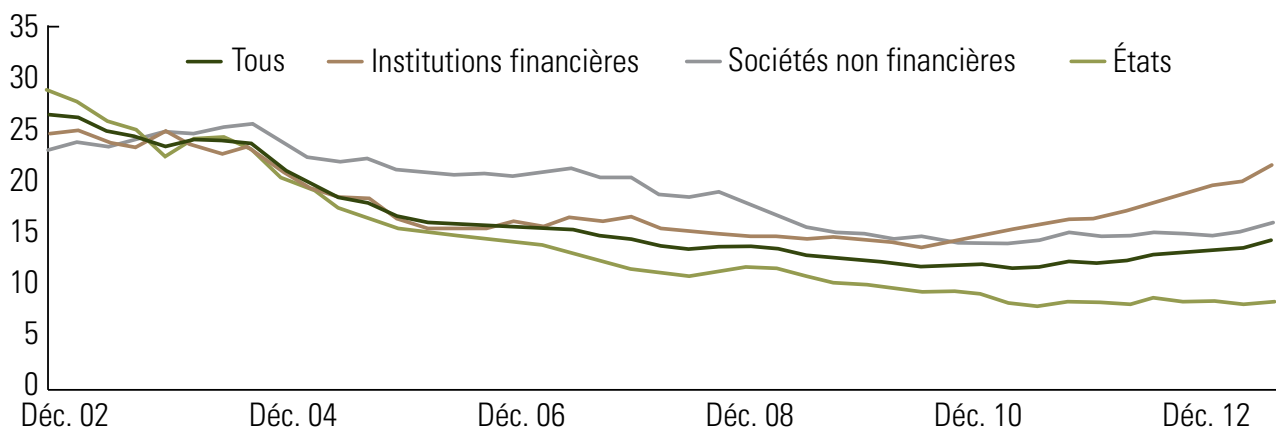
Ce manque de confiance était évident au premier trimestre, lors des émissions de titres d'un milliard de dollars de la Banque Nationale de l'Inde et de la Harbin Bank de Chine. Les investisseurs les ont boudées, forçant les souscripteurs à placer les titres auprès d'amis et de membres de la famille (c'est-à-dire, d'organismes d'État). Les organismes de réglementation des banques et les ministères des Finances ont donc dû concevoir de nouvelles stratégies permettant d'attirer des capitaux privés ou de fournir du financement public. Les besoins en capitaux sont importants, mais non impossibles à satisfaire : environ 30 et 400 milliards de dollars américains, respectivement, pour l'Inde et la Chine, avec pour hypothèse que 10 pour cent des prêts susciteront des pertes de 50 pour cent.

Répercussions des réductions d'injections de liquidités de la Réserve fédérale

De surcroît, la croissance économique a ralenti dans les deux pays et les taux d'intérêt ont fortement augmenté. Depuis que la Réserve fédérale américaine a, au printemps dernier, avancé la possibilité d'entamer une normalisation de sa politique monétaire, les flux de capitaux à l'échelle mondiale dans les marchés émergents ont fait volte-face, suscitant une chute des devises et forçant les taux d'intérêt à la hausse. Avec l'affaiblissement des devises des pays émergents et le ralentissement de la demande de produits d'exportation en provenance des marchés développés, les sociétés dans l'ensemble des marchés émergents ont vu leur passif en devises devenir ingérable. Les défaillances vont inévitablement augmenter dans un tel contexte accentué par les conditions de financement extraordinairement souples qui ont persisté de 2009 à 2012 grâce à la politique monétaire américaine (graphique 2).

Les marchés du crédit en Chine amorcent leur premier cycle baissier. Les différentiels par rapport aux obligations à 5 ans notées double A ont augmenté de 170 points de base depuis douze mois. Si vous êtes un partisan des marchés, il s'agit là d'une bonne nouvelle. La faillite de mars de Shanghai Chaori Solar Energy Science and Technology Co. sert d'avertissement aux créanciers qui négligent de faire leurs recherches. Les agences de notation locales ont annoncé la probabilité d'autres défaillances dans les secteurs de l'énergie solaire, de l'acier et de la construction navale. J'ajouterais à cette liste les développeurs immobiliers. Les banques chinoises comptant

Graphique 2 : Proportion des titres d'emprunt émis par les pays émergents dans les marchés internationaux, par rapport à l'ensemble des émissions des pays émergents



une importante proportion de clients de ces secteurs s'effondreront, mais Beijing protégera les actifs des déposants et préviendra toute propagation des faillites. Dans la foulée des faillites, nous verrons des conversions de passif en actif, des achats de sociétés au rabais, des liquidations en bonne et due forme et la négociation de titres d'emprunt en difficulté. Les financiers chinois auront amplement l'occasion de devenir des experts en la matière.

Au Forum de leadership à Los Angeles, l'automne dernier, nous avons affirmé que le nouveau gouvernement chinois de Li Keqiang était conscient de l'urgence de recapitaliser son système bancaire et disposait des ressources et des méthodes voulues pour y parvenir. Les nouveaux venus étant établis dans leurs nouveaux rôles, le temps est venu d'agir.

Comment se déroulera la recapitalisation bancaire dans les pays émergents? La majorité des pays européens ont adopté la mauvaise démarche, tenant pour acquis que si l'on ne peut pas lever des fonds propres, il faut réduire le portefeuille de prêts pour rétablir le coefficient prêts/fonds propres. Ce faisant, toutefois, on détruit l'économie. Les États-Unis ont donc eu raison de contraindre les banques à accepter 250 milliards de dollars de fonds propres, et la Chine et l'Inde semblent enclines à suivre l'exemple des États-Unis. Il ne reste qu'à établir les proportions relatives de capitaux publics et privés. En Chine, qui possède un important excédent budgétaire et d'amples réserves de devises, la totalité des fonds propres proviendra vraisemblablement des coffres de l'État, alors que l'Inde aura besoin de capitaux étrangers en raison de sa situation financière précaire. Des actions privilégiées assorties de bons de souscription d'actions pourraient s'avérer une solution acceptable.

Nous croyons que tout comme ce fut le cas aux États-Unis, ces émissions seront perçues par le marché à la fois comme un tournant et comme une occasion, pour les investisseurs, de remonter leurs positions en titres des marchés émergents. Une fois que la situation financière dans les marchés émergents sera rétablie et que les risques rattachés à la croissance mondiale disparaîtront, nous serons plus optimistes.

Prévisions

On constate déjà un virage dans les marchés des titres d'emprunt et des devises des régions émergentes. Les investisseurs en obligations veulent à tout prix des rendements, et leur prédilection pour les obligations d'État et les obligations à rendement élevé des pays en périphérie de la zone euro en est la preuve. Cet appétit pour le risque soutiendra les titres d'emprunt des pays émergents, d'autant plus que les données économiques de ces pays ont atteint des creux et que les émissions se font rares. Un environnement stabilisé attirera à nouveau les capitaux, surtout si les dirigeants adoptent des politiques plus favorables aux marchés et si les risques liés aux banques diminuent. Les élections en Inde en avril et l'installation d'un nouveau gouverneur de la Reserve Bank of India pourraient bien assurer la mise en place des bonnes conditions.

Pourquoi suis-je persuadé que la Chine est différente? Tout d'abord, parce que les interventions surviennent plus rapidement dans les pays où le système appartient à l'État et est contrôlé par celui-ci. Aux États-Unis, il a fallu un quasi-effondrement pour que le président George W. Bush et le secrétaire du Trésor Hank Paulson abandonnent leurs pures convictions à l'égard du laissez-faire. Ensuite, les progrès réalisés par les États-Unis et l'Union européenne permettent à la Chine d'agir avec une confiance accrue. Enfin, un effondrement financier et immobilier en Chine qui ruinerait ses citoyens aurait de graves conséquences pour le parti communiste. Cette leçon a été apprise dans les années 1940, lorsque l'hyperinflation a ruiné la classe moyenne chinoise, ouvrant ainsi la voie à la révolution communiste, et elle n'a pas été oubliée.

Ce commentaire est publié par Placements CI. Il est fourni à titre de source générale d'information et ne doit pas être considéré comme un conseil personnel de placement ou une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat de titres. Tous les efforts ont été déployés pour s'assurer que le document était exact au moment de la publication. Toutefois, CI Investments Inc. ne peut en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité et n'endosse donc aucune responsabilité pour aucune perte découlant de toute utilisation de, ou de la confiance placée en l'information contenue dans le présent commentaire. Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leurs valeurs fluctuent fréquemment et les rendements passés pourraient ne pas se répéter. © Placements CI et le logo de Placements CI sont des marques de commerce déposées de CI Investments Inc. ^{MC}Fonds Signature et Signature Gestion mondiale d'actifs sont des marques de commerce de CI Investments Inc. Publié en avril 2014.



630, boul. René-Lévesque Ouest, Bureau 2900, Montréal (Québec) H3B 1S6 | www.ci.com

Bureau de Montréal
514-875-0090
1-800-268-1602

Toronto
416-364-1145
1-800-268-9374

Calgary
403-205-4396
1-800-776-9027

Vancouver
604-681-3346
1-800-665-6994

Service à la clientèle
Français : 1-800-668-3528
Anglais : 1-800-563-5181

1401-0172_F (02/14)