

# Les indices devraient-ils avoir une conscience ?

La tragédie au Venezuela nous incite à réévaluer la façon dont les indices obligataires des pays émergents sont élaborés

## Jane Lesslie, MSc, CFA

V.-p. et première gestionnaire de portefeuille,  
Titres mondiaux à revenu fixe et devises – Marchés émergents,  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

## Earl D'Almeida, MBA, CFA

Analyste, RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Par définition, les pays émergents sont ceux dont les institutions et la gouvernance sont les plus faibles, où les contre-pouvoirs au gouvernement font défaut et qui manquent de transparence. L'attention accordée à ces caractéristiques par les investisseurs varie au gré de la liquidité et des manchettes. La grande majorité des investisseurs actifs choisissent leurs placements en fonction d'un vaste éventail de facteurs économiques et de valorisation. Mais quel niveau les indicateurs liés aux « valeurs sociales » doivent-ils atteindre avant que les investisseurs refusent d'investir dans un pays ?

Ces derniers mois, les débats à ce sujet de l'équipe des obligations des pays émergents de RBC GMA ont porté en grande partie sur le Venezuela. Ce pays a récemment annoncé une restructuration de sa dette. Au milieu de novembre, il s'est retrouvé en situation de défaut de paiement partiel relativement aux obligations, et ce, après des décennies de mauvaise gestion économique sous la direction de l'ancien président Hugo Chavez et de son dauphin, le président actuel Nicolas Maduro.

En mai dernier, le professeur Ricardo Hausmann, qui dirige le centre de développement international de Harvard et est lui-même un ancien ministre de la Planification du Venezuela, a posé la question suivante dans un article intitulé « The Hunger Bonds » (Les obligations de la faim) sur le site Web Project Syndicate<sup>1</sup> :

*« Les placements soulèvent souvent des dilemmes moraux en ce qui concerne les objectifs. Devons-nous chercher à obtenir un bon rendement ou à faire le bien ? Est-il convenable d'investir dans des producteurs de*

*tabac ? Ou dans des sociétés qui vendent des fusils à des cartels de la drogue ? De nos jours, la catégorie d'actif des pays émergents est celle qui devrait troubler la conscience des investisseurs. Les gens bien devraient-ils faire des placements dans les fonds d'obligations des pays émergents ? »*

## Comment dilapider 1 000 milliards de dollars

Il vaut peut-être la peine de se demander comment le Venezuela, qui était le pays le plus riche d'Amérique latine et dont la cote de solvabilité était Aaa en 1976, est devenu le paria coté Caa3 que nous connaissons aujourd'hui<sup>2</sup> ? Comment cela a-t-il pu arriver à un pays qui possède les plus importantes réserves prouvées de pétrole au monde<sup>3</sup> ? Comment la production pétrolière du Venezuela a-t-elle pu fléchir de 31 % depuis 1998, alors qu'ailleurs dans le monde, la production a grimpé en flèche (figure 1) ?

<sup>2</sup>Moody's Investor Service.

<sup>3</sup>BP Statistical Review of World Energy, 2016.

<sup>1</sup>Ricardo Hausmann, *The Hunger Bonds*, Project Syndicate, May 26, 2017

Au cours des 20 dernières années, la Norvège, l'Arabie saoudite et la Russie ont mis sur pied d'énormes fonds souverains, tandis que le Venezuela a constamment affiché des déficits budgétaires croissants et vu sa dette en devises multipliée par six à une époque où les prix du pétrole ont monté jusqu'à 145 \$ US. Pourquoi ? Ce pays de 31 millions d'habitants a tiré du pétrole des revenus estimés à 1 000 milliards de dollars au cours des 18 dernières années (figure 2).

En ce moment, 25 % de la production du pays est vendue sur le marché intérieur à des prix très fortement subventionnés. Tous les Vénézuéliens, qu'ils soient riches ou pauvres, paient moins de 0,01 \$ le litre d'essence. C'est un formidable incitatif pour en faire la contrebande à la frontière avec la Colombie et le Brésil. Une autre tranche de 25 % sert à rembourser les dettes envers la Chine et la Russie. Où donc va le reste ?

## Un boom pétrolier qu'on fait passer pour une « révolution socialiste bolivarienne »

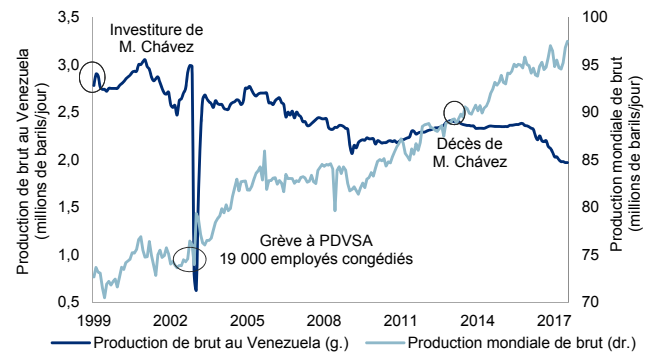
En politique, le choix du moment est crucial. Hugo Chavez a eu la chance d'être élu président<sup>4</sup> en décembre 1998, soit au moment où les prix de l'or noir étaient près de leur creux dans la foulée de la crise asiatique (figure 3). Il a alors obtenu 56 % des voix des électeurs, qui ont voté dans une proportion de 63 %.

Les électeurs, aigris en raison de l'indifférence de l'oligarchie, ont voté en faveur de ses politiques de lutte contre la corruption et d'inclusion sociale. Il leur promettait une « révolution socialiste bolivarienne ». On peut comprendre que les Vénézuéliens se soient entichés de ses programmes de folles dépenses dans les soins de santé, l'alimentation et l'éducation pour les pauvres. Des programmes comparables avaient été mis en œuvre avec succès au Mexique et au Brésil. Cependant, le prix à payer pour les programmes du Venezuela a été très élevé. Dans l'année qui a suivi l'élection du président Chavez, Freedom House<sup>5</sup> a abaissé la note du pays, passée de « libre » à « partiellement libre » à la suite d'un référendum qui a amorcé le démantèlement des institutions du pays. L'appareil judiciaire a été pris en main par le président, de même que le conseil électoral qui supervisait la légitimité

<sup>4</sup> Election Guide – Democracy Assistance & Election News.

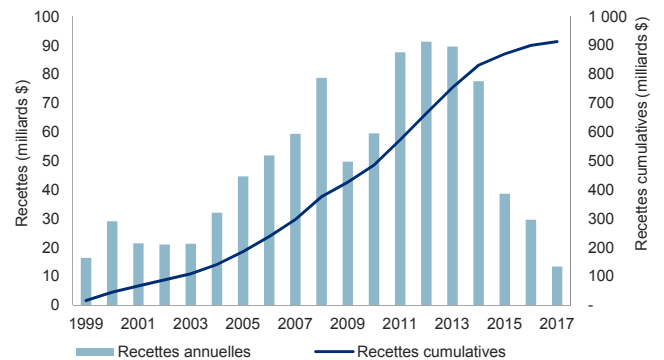
<sup>5</sup> Freedom House est une ONG américaine de recherche et de défense de la démocratie, de la liberté politique et des droits de la personne. Elle est financée par le gouvernement des États-Unis.

Figure 1 : La production de pétrole a diminué au Venezuela même si elle a augmenté dans le monde



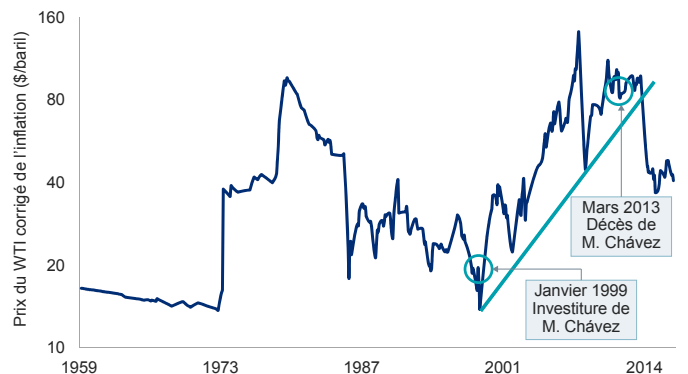
Nota : Données au 31 juillet 2017. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 2 : La richesse pétrolière du Venezuela est partie en fumée



Nota : Données au 31 août 2017. Prix du pétrole établi en fonction de la valeur du panier de pétrole brut de PDVSA. La production de brut correspond à la moyenne des données du département de l'Énergie et de l'OPEP. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 3 : Le régime de M. Chávez a coïncidé avec un boom historique du pétrole



Nota : Données au 30 juin 2017. Données sur les prix ajustées au moyen du déflateur des dépenses personnelles de consommation (2009 = 100). Sources : Bloomberg, Bondlab, RBC GMA

des élections. La liberté de presse a été muselée : Reporters sans frontières a classé le Venezuela au 137<sup>e</sup> rang sur 180 pays en 2015. Le Mexique et le Brésil étaient parvenus à mettre en place avec succès des programmes de lutte contre la pauvreté, sans pour autant sacrifier leurs institutions comme ce fut le cas au Venezuela. La hausse des dépenses s'est accompagnée d'une forte détérioration de la transparence. La corruption est montée en flèche. Siobhan Morden, analyste chevronné de Nomura pour le Venezuela, estime que la corruption et la fuite des capitaux a privé le pays de 300 G\$ au cours des 17 dernières années. La criminalité a augmenté, notamment le taux d'homicides, qui a triplé entre 1998 et 2015, passant de 19 à 57 par tranche de 100 000 habitants. Le Venezuela se retrouve donc au troisième rang des pays les plus dangereux<sup>6</sup>.

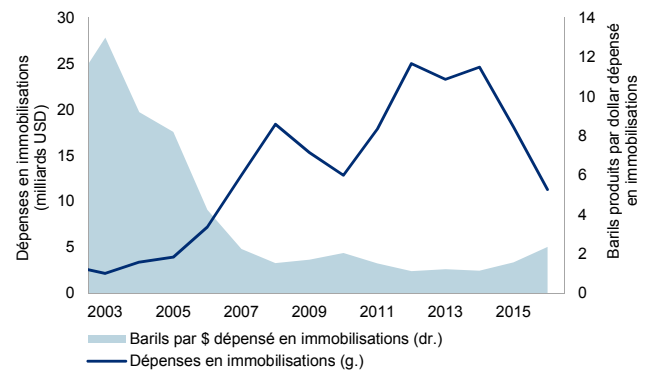
Au tournant du siècle, le président Chavez a commencé à exercer un contrôle direct accru sur la société pétrolière nationale PDVSA, qui avait jusque-là été exploitée de façon raisonnablement indépendante et professionnelle. Cette mainmise a finalement provoqué une grève au sein de l'entreprise en 2002, qui a incité M. Chavez à congédier 40 % de l'effectif, dont bon nombre de spécialistes du secteur pétrolier. La plupart d'entre eux ont fui le pays, qui perdait ainsi leurs compétences en matière énergétique. Ils ont été remplacés par des employés dont la principale qualification était leur loyauté envers le président. La production du pays en nombre de barils pour chaque dollar de dépenses en immobilisations a chuté, passant de 13 au début de 2003 à seulement 1,14 en 2014 (figure 4).

Les Vénézuéliens ont pourtant réélu le président Chavez en 2000, en 2006 et en 2012. Il se trouve qu'il est décédé en 2013, au moment même où le boom pétrolier provoqué par la Chine tirait à sa fin.

## Une parodie économique devenue une tragédie sociale

Le pays représente un exemple classique de mauvaise gestion de l'économie. Le PIB a dégringolé de plus de 40 % depuis 2013. Selon le taux de change sur le marché noir, le salaire minimum s'est effondré de plus de 88 %. Les gens fouillent les ordures pour y trouver de la nourriture. Le taux de mortalité des malades hospitalisés a été multiplié par dix, et celui des nouveau-nés dans les hôpitaux, par 1007.

**Figure 4 : Les dépenses en immobilisations de PDVSA ont bondi malgré la chute de la production**



Nota : Données au 31 janvier 2017. Sources : Macrobond, Bloomberg, RBC GMA

Grâce à de multiples régimes de change, les privilégiés qui sont en mesure d'acheter des dollars de la banque centrale à des taux avantageux les revendent ensuite sur le marché noir à des prix fortement gonflés. Il y a deux ans, un dollar valait 467 bolivars sur le marché noir. Au début de décembre, il en valait plus de 100 0008.

Les expropriations et l'ingérence politique ont provoqué un recul prononcé de la production intérieure de biens, ainsi que l'exode des capitaux. Le pays est maintenant obligé d'importer pratiquement tout ce dont il a besoin, en particulier des aliments, ce qui suscite une concurrence intense pour de rares dollars. Même l'essence raffinée est importée. Pourtant, alors que la production locale de biens est tombée en panne, les importations ont chuté de 75 % entre 2012 et 2016. Selon les analystes, elles ont diminué de 15 % de plus entre le début de l'année 2017 et la fin d'août. Les produits de première nécessité sont importés : le gouvernement établit des prix réglementés artificiellement bas pour ces produits, qui sont ensuite distribués aux commerces par l'armée. Le ministre de l'Alimentation est un général. Une boulangerie paie 0,02 \$ la livre de sucre, puis une commission occulte distincte de 0,60 \$ pour cette même livre<sup>9</sup>. Selon les estimations, le marché noir s'approprie la moitié des importations, dont une grande partie est revendue dans les pays voisins.

Depuis des années, PDVSA verse des « cotisations sociales » à l'État. Dans son récent rapport annuel, la société a indiqué que de 2015 à 2016, ces cotisations ont dégringolé, passant

<sup>6</sup>Après le Salvador et le Honduras, selon la Banque mondiale.

<sup>7</sup>Ricardo Hausmann, *Venezuela's Unprecedented Collapse*, Project Syndicate, 18 août 2017.

<sup>8</sup> www.dolartoday.com

<sup>9</sup> Hannah Dreier et Joshua Goodman, *Venezuela military trafficking food as country goes hungry*, Associated Press, 28 décembre 2016.

de 9,2 G\$ US à 1 G\$ US en raison de la diminution des revenus tirés du pétrole.

À la fin de juillet, malgré des manifestations qui ont duré quatre mois, le gouvernement vénézuélien a organisé l'élection d'une nouvelle assemblée constituante afin de modifier la constitution. Cette élection, perçue comme une attaque contre l'Assemblée nationale, qui se trouve aux mains de l'opposition, a été généralement considérée comme truquée. Douze pays d'Amérique, y compris le Canada, ont refusé de reconnaître toute décision prise par l'assemblée constituante et ont blâmé le gouvernement, qui a refusé les dons de nourriture et de médicaments provenant de l'étranger.

Les Nations Unies ont récemment publié un rapport accablant accusant le gouvernement de violations des droits de la personne et de torture par les forces de sécurité du pays. Des chefs de l'opposition ont été emprisonnés. Près de 5 000 personnes ont été détenues pour avoir participé à des manifestations, et 124 manifestants ont été tués cette année.

Le Trésor américain a par la suite imposé des sanctions, interdisant aux banques américaines de prendre part aux nouvelles émissions du gouvernement vénézuélien ou de négocier de nouvelles obligations sur le marché secondaire. Le Bureau du contrôle des avoirs étrangers (OFAC) des États-Unis<sup>10</sup> doit délivrer un permis pour autoriser les banques d'investissement à prendre part à une restructuration. Aucun permis ne sera délivré si la restructuration n'a pas été approuvée par l'Assemblée nationale du Venezuela.

Aussi surprenant que cela puisse paraître, les États-Unis exportent de l'essence et du pétrole brut léger au Venezuela. Le pays doit mélanger du brut léger à son brut lourd afin de pouvoir transporter ce dernier. À l'inverse, près de 500 000 barils de pétrole vénézuélien sont acheminés à des raffineries américaines chaque jour. Le gouvernement américain dispose ainsi d'un levier considérable, dont il doit toutefois payer le prix. Selon le gouvernement vénézuélien, l'imposition de sanctions témoigne de l'échec du pays, non pas à cause de l'incompétence de ses dirigeants, mais en raison d'une conspiration menée par les « impérialistes américains ». La cote de confiance du président Maduro est passée de 17 % à 23 % à la suite de la décision des États-Unis<sup>11</sup>.

De telles dénonciations de l'« impérialisme américain » ont fusé lorsque les États-Unis ont porté des accusations de trafic de stupéfiants contre l'ancien chef du service de renseignement, d'anciens responsables de la lutte antidrogue, l'ancien ministre de la Défense et l'ancien chef de l'Assemblée nationale, selon lesquelles ils seraient associés aux cartels de la drogue colombiens et mexicains. En février, les États-Unis ont ajouté à cette liste Tarek El Aissami, l'actuel vice-président du Venezuela. Le 2 novembre, le président Maduro a désigné El Aissami comme principal négociateur de la dette pour le compte de l'État.

L'aspect le plus désolant est peut-être que, malgré le fardeau qui pèse sur les Vénézuéliens, les groupes d'opposition, inefficaces et plombés par des querelles internes, ne sont pas parvenus à élaborer ne serait-ce qu'un semblant de stratégie collective cohérente.

## Le Venezuela dépend de la « bonté des étrangers »

Si le Venezuela a été en mesure d'effectuer les paiements de sa dette extérieure le printemps dernier, c'est uniquement grâce au bon vouloir de la société pétrolière d'État russe Rosneft. On en sait très peu sur les modalités des transactions avec la Russie, qui s'élèvent à quelque 6 G\$ US. De même, nous possédons peu de renseignements sur le financement en cours de 19 G\$ US provenant de banques de développement chinoises. En raison de la détérioration de son économie, le pays est exclu des émissions sur les marchés financiers internationaux depuis un certain temps. Le gouvernement mise plutôt sur la vente à la population de titres de créance libellés en dollars à un taux de change avantageux ; ces obligations se retrouvent ensuite sur les marchés secondaires internationaux à des prix fortement réduits.

Le 30 août, M. Hausmann a publié un nouvel article sur le site Project Syndicate. Il y fustigeait Goldman Sachs Asset Management, qui aurait fait l'acquisition de 2,8 G\$ US en « obligations de la faim » de la société pétrolière nationale vénézuélienne moyennant une forte réduction des cours du marché, déjà peu élevés. M. Hausmann remet en question le caractère moral de l'achat de telles obligations alors que l'économie du pays s'effondre<sup>12</sup>.

<sup>10</sup> Le Bureau du contrôle des avoirs étrangers fait appliquer des sanctions économiques et commerciales.

<sup>11</sup> Reuters World News, 2 octobre 2017.

<sup>12</sup> Ricardo Hausmann et Ugo Panizza, *Odiousness Ratings for Public Debt*, Project Syndicate, 30 août 2017.

De toute évidence, les Vénézuéliens ont été désespérément mal représentés par leur gouvernement. Qu'est-il arrivé aux investisseurs ?

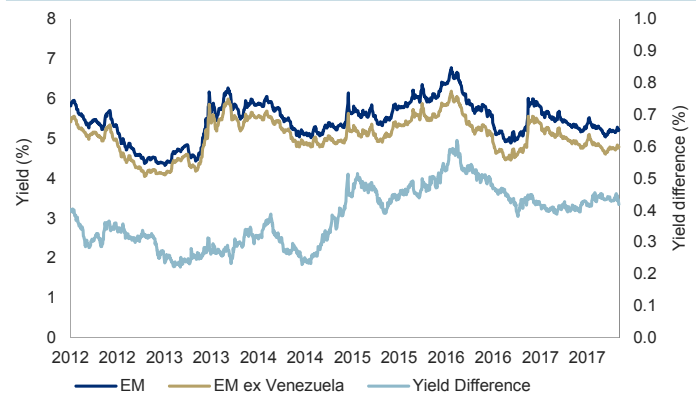
## Les investisseurs répondent à l'appel des titres à intérêt élevé

Entre son creux, atteint en janvier 2015 après le choc pétrolier, et le début de mars cette année, le sous-indice du Venezuela de l'indice mondial diversifié d'obligations des marchés émergents (EMBIGD) s'est redressé de plus de 150 %. Les responsables du gouvernement, soucieux de conserver leur emprise sur le pouvoir, ont choisi de payer les porteurs d'obligations, de crainte que les investisseurs prennent des mesures pour s'emparer du produit des exportations de pétrole, coupant court aux rentrées de dollars.

À la fin d'octobre, les cours des obligations vénézuéliennes avaient reculé de 17 % par rapport à leur sommet du début du printemps. Le sous-indice du Venezuela a inscrit un rendement total de -1,4 % sur 12 mois. Pourtant, un examen attentif montre que si les **prix** des obligations ont baissé de 18,3 % au cours de l'année précédente, les rendements en **intérêts** ont été positifs, avoisinant les 21 %. Les porteurs d'obligations ont joué à l'équivalent de la roulette russe avec le gouvernement du Venezuela. Le 13 novembre, lors des premiers défauts de paiement, ils se sont rendu compte que l'arme était chargée. En novembre, le sous-indice du pays a chuté de 29 %. Cette dégringolade a fait perdre 41 points de base à l'indice global des obligations des pays émergents. Malgré tout, l'indice a inscrit un rendement modeste de 0,05 % en novembre.

Dans son article original publié en mai sur le site Project Syndicate, M. Hausmann a relevé que le Venezuela représentait « seulement » 5 % de l'indice EMBI+ de JPMorgan (un indice très populaire des obligations des pays émergents), mais 20 % du rendement en revenu de l'indice. Nous utilisons l'indice EMBIGD de JPMorgan, qui limite la pondération des différents pays. À la fin d'octobre, le Venezuela représentait seulement 1,42 % de notre indice. Cependant, compte tenu du taux de plus de 30 % des obligations du pays, environ 10 % du rendement en revenu de 5,10 % de l'indice était attribuable à l'apport de cette part modeste de l'indice. La figure 5 illustre l'écart entre le rendement en revenu de l'indice, avec et sans le Venezuela, et l'apport de ce pays au rendement en revenu.

Figure 5 : La part du Venezuela dans le rend. en revenu de l'indice est plus grande que jamais alors que le pays est au bord de la faillite



Nota : Données au 2 novembre 2017. Sources : Macrobond, J.P. Morgan, RBC GMA

## Pourquoi est-il difficile de ne pas tenir compte du Venezuela ?

Pourquoi ne pourrions-nous pas tout simplement ignorer le Venezuela ? La réponse à cette question tient en partie au coût du portage, ou à la perte de rendement. Par exemple, pour remplacer l'apport du rendement en revenu de plus de 30 % du Venezuela à l'indice à la fin d'octobre, il aurait fallu accroître la pondération des obligations cotées B pour la faire passer de 21 % (pondération dans l'indice de référence) à 45 % (selon le rendement en revenu de 6,28 % du segment des obligations cotées B à la fin d'octobre)<sup>13</sup>. Nous sommes d'avis que le cycle du crédit est trop avancé pour accroître à ce point la pondération des obligations risquées. De nombreuses obligations cotées B se négocient à près de 100 cents au dollar. Et dans bon nombre des pays cotés ainsi, les données fondamentales se détériorent. Les pays de ce groupe, notamment l'Angola, l'Irak et le Pakistan, se caractérisent par des problèmes sociaux et des indicateurs aussi mauvais, voire pires, que ceux du Venezuela. L'élimination de l'écart de rendement aurait radicalement réduit la qualité moyenne du crédit et les mesures qualitatives (portant sur les valeurs sociales) pour l'ensemble de nos placements dans les marchés émergents. En outre, notre politique de placement établit des limites quant à la mesure dans laquelle la qualité moyenne du crédit de notre portefeuille peut être inférieure à celle de l'indice de référence. Enfin, la mesure de notre risque découlant d'une gestion active par rapport à l'indice de référence (l'écart de suivi) augmenterait considérablement si nous éliminions tout simplement le Venezuela. Par conséquent, si nous sous-

<sup>13</sup> Selon des analyses de Bloomberg PORT.

pondérons le Venezuela depuis des années (à l'exception d'une courte période suivant le décès de Hugo Chavez, dans l'espoir que les politiques du pays changeraient), nous avons néanmoins continué d'y faire des placements. Nous avons privilégié les obligations dont les prix étaient les moins élevés, étant donné que toutes les obligations ont tendance à se négocier à des niveaux comparables en cas de défaillance. Depuis 2015, nous supposons qu'une restructuration aurait lieu. Lors d'un voyage d'investisseurs au Venezuela en 2015, nous avons offert des conseils à un chef de l'opposition sur la façon de s'y préparer de manière constructive.

## Le prix des perturbations

Dans son article, M. Hausmann affirme ce qui suit :

*« Les analystes qui sont optimistes à l'égard des titres de créance vénézuéliens ont exercé des pressions auprès du gouvernement et des chefs de l'opposition en brandissant une menace implicite. Selon eux, le simple fait d'envisager une restructuration de leurs obligations permettra aux personnes qui gèrent les avoirs (sic) du Venezuela de créer des remous dans ce pays. »*

Puisque les obligations d'État se négociaient entre 21 et 25 cents au dollar à la fin de novembre, notre équipe est d'avis que tant la restructuration que les perturbations ont été largement prises en compte. Depuis quelque temps déjà, le pays n'a plus accès aux marchés de capitaux internationaux. Il ne reçoit pas non plus d'investissements directs étrangers. Ce que les marchés trouvent extrêmement difficile à évaluer, c'est la façon dont les événements se dérouleront dans la foulée d'un défaut de paiement et, plus important encore, s'il y aura ou non de la violence et si le régime actuel restera ou non au pouvoir.

Dans un contexte de politique économique cohérente, de soutien international de prêteurs multilatéraux, d'aide aux nombreuses personnes vulnérables au sein de l'économie et, bien entendu, d'une restructuration de la dette, tant les citoyens que les investisseurs pourraient bien s'en tirer. En fait, les analyses effectuées par notre équipe font ressortir les rendements considérables enregistrés par certains pays à l'issue d'une restructuration.

Pourquoi ? Ils en ressortent moins endettés, avec des charges d'intérêts réduites et des échéances prolongées, ce qui diminue dans l'ensemble le risque de refinancement. Ils ont généralement adopté de meilleures politiques

**Figure 6 : Conséquences d'une restructuration de la dette du Venezuela**

Incidence d'une restructuration de la dette du Venezuela sur l'indice selon diverses valeurs de recouvrement, dans l'hypothèse où le prix moyen des obligations de l'indice est de 23,5 cents

	26 cents (Équateur)	46 cents (moy. pond. en \$)	65 cents (moy. des émetteurs)	Moyenne pondérée
Rendement du sous- indice vénézuélien	+10,6 %	+95,9 %	+176,6 %	+94,2 %
Incidence sur l'indice	4 pb	96 pb	177pb	92 pb

Nota : Données au 30 novembre 2017. Le rendement tient compte uniquement de la variation du prix dans l'hypothèse où la pondération des titres est neutre (1 %) et où il n'y a pas d'intérêts courus. Les valeurs de recouvrement proviennent de Moody's. Source : RBC GMA

publiques et profitent de la supervision du Fonds monétaire international (FMI) – le Venezuela n'a pas fait l'objet d'un audit en vertu de l'article IV du FMI depuis 2004. Compte tenu de l'amélioration des perspectives et de rendements en revenu à la sortie généralement élevés, comparables à ceux de pays vulnérables, les obligations des pays qui ont effectué une restructuration deviennent relativement intéressantes<sup>14</sup>.

En outre, les pays peuvent avoir recours à des instruments de restructuration qui font correspondre les intérêts des investisseurs avec ceux des citoyens. Parmi ces instruments, mentionnons les bons de souscription donnant droit à un versement lorsque la croissance du PIB est supérieure à un certain seuil, ou lorsque les prix du pétrole ou la production pétrolière dépassent un niveau donné. En bref, le pays effectue des paiements plus élevés aux porteurs d'obligations restructurées (qui ont absorbé les pertes en capital) lorsqu'il est davantage en mesure de le faire.

Selon Moody's, la valeur de récupération moyenne par suite de défaillances d'État a été de 65 cents au dollar de 1998 à 2016<sup>15</sup>. Lorsque leur pondération est révisée en regard de la taille de la dette émise, cette valeur tombe à 46 cents au dollar à cause de l'Argentine, de la Grèce et de la Russie. En Équateur et en Argentine, deux « défaillants en série », la valeur de récupération a parfois été de seulement 26 cents et de 27 cents respectivement. La figure 6 illustre l'incidence sur les rendements du sous-indice du

<sup>14</sup> La question qui s'impose est la suivante : pourquoi n'y a-t-il pas plus de pays qui effectuent une restructuration ? Parmi les facteurs pouvant avoir un effet dissuasif, mentionnons les primes de risque plus élevées qu'exigent les marchés des pays en défaut de paiement, le risque que des avoirs soient saisis par des créanciers et la perte d'accès au financement pour l'État et ses banques.

<sup>15</sup> Moody's Investor Service, *Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2016, 30 juin 2017.*

Venezuela et de l'indice global de l'utilisation de ces valeurs de récupération historiques. Les rendements semblent intéressants ? Le problème, c'est que vous ne savez pas si la restructuration se produira au cours des 12 prochains mois ou si elle prendra 15 ans, comme ce fut le cas en Argentine. Pendant tout ce temps, vous ne recevez aucun versement d'intérêts et vous perdez l'effet de la capitalisation sur ces derniers. Par ailleurs, si le gouvernement actuel devait effectuer une restructuration sans le consentement de l'Assemblée nationale, un nouveau gouvernement choisirait vraisemblablement de ne pas honorer la dette restructurée. Et quel investisseur s'attendrait à ce que le gouvernement actuel réussisse à améliorer la situation économique ?

M. Hausmann a exigé que JPMorgan retire le Venezuela de ses différents indices. Contrairement à ce qui est le cas dans beaucoup d'indices obligataires, le choix des pays composant l'indice EMBIGD de JPMorgan n'est pas déterminé en fonction des cotes de crédit, mais du revenu national brut (RNB) par habitant, mesuré par la Banque mondiale. Pour qu'un pays puisse faire partie de l'indice, son RNB ajusté doit être inférieur à un niveau prescrit pendant au moins trois ans. La sélection des candidats potentiels privilégie aussi ceux dont les cours quotidiens sont transmis par un fournisseur indépendant. Pour qu'une obligation soit incluse dans l'indice, la taille minimale de l'émission doit être de 500 M\$ US. Même les pays en situation de défaillance ne sont pas rejetés. Ces critères donnent lieu à des résultats surprenants : ainsi, le sous-indice du Mozambique, un pays qui s'est retrouvé en défaut de paiement en 2016, a inscrit un rendement largement supérieur à 15 % du 1<sup>er</sup> janvier au 30 novembre 2017. D'énormes flux de capitaux investis dans les obligations de pays émergents, en particulier par des investisseurs passifs qui se contentent de reproduire la composition d'un indice de référence, ont fait grimper les prix des obligations, même si le Mozambique n'a pas versé d'intérêts.

En août dernier, sans tambour ni trompette, JPMorgan a lancé un nouvel indice de référence, soit l'indice EMBIGD hors Venezuela. Toutefois, l'élimination aléatoire d'un pays ne répond pas à la question sous-jacente, à savoir si les pays ne devraient pas être tenus de satisfaire à certaines normes qualitatives minimales. Le Venezuela n'est pas l'unique « contrevenant ». Le problème est-il le fait de certains pays donnés ou de l'indice, comme nous le croyons ?

## Les gouvernements nationaux peuvent-ils être jugés en fonction de leur « gouvernance d'entreprise » ?

La popularité des placements dans les marchés émergents a augmenté, mais aussi l'intérêt des investisseurs pour les retombées sociales de leurs placements. Par conséquent, le débat sur les valeurs sociales des pays émergents est appelé à prendre de l'ampleur. En août 2015, RBC GMA est devenue signataire des Principes pour l'investissement responsable (PRI) des Nations Unies. Les PRI sont reconnus comme étant le principal réseau mondial des investisseurs qui se sont engagés à intégrer les critères environnementaux, sociaux et relatifs à la gouvernance (ESG) dans leurs pratiques de placement et leurs politiques d'actionnariat. RBC GMA est aussi un membre fondateur de la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance et, récemment, de l'Investor Stewardship Group des États-Unis, qui propose six principes de gouvernance d'entreprise aux sociétés américaines et six principes de gérance pour les investisseurs de ce pays.

Hélas, les États souverains ne sont pas des sociétés. Les investisseurs boursiers peuvent exercer leur droit de vote à l'égard des décisions de gestion d'entreprise ou de la composition du conseil d'administration d'une société. Ce n'est pas le cas des investisseurs en titres d'État. En cas de défaillance d'une entreprise, les porteurs d'obligations de sociétés peuvent tenter une poursuite contre la direction ou saisir des actifs. Mais si un État souverain est en situation de défaillance, la capacité des investisseurs à en saisir les avoirs afin d'être remboursés est très limitée. Ainsi, les investisseurs étrangers ne peuvent saisir les réserves de change d'une banque centrale. Les investisseurs doivent se fier aux antécédents ainsi qu'aux promesses de l'État souverain.

L'équipe des obligations des pays émergents de RBC GMA prend en compte cinq grands thèmes pour l'analyse de plus de 70 pays que nous surveillons. Le regroupement de ces thèmes constitue notre modèle fondamental mondial. Parmi ces thèmes, mentionnons la pondération de 20 % de facteurs qualitatifs, comparativement aux indicateurs économiques et à d'autres mesures quantitatives. Pendant longtemps, les analyses de l'équipe ont pris en considération les risques liés aux politiques publiques et à la gouvernance ; nous avons toutefois affiné davantage notre

Figure 7 : Rapport sur l'Indice de Développement Humain (IDH) 2016 de l'ONU

Pays	Rang selon l'IDH à la fin de 2015	Rang selon l'IDH ajusté aux inégalités	Note de l'IDH en 2015	Hausse ann. moy. en % de la note de 1990 à	Var. de rang selon l'IDH, 2010-2015
Norvège	1	1	0,949	0,45 %	0
Singapore	5	5	0,925	1,02 %	0
Canada	10	12	0,920	0,32 %	1
USA	10	20	0,920	0,27 %	-3
UK	16	17	0,909	0,64 %	-4
Russia	49	48	0,804	0,37 %	5
Venezuela	71	82	0,767	0,76 %	-4
Mexico	77	89	0,762	0,65 %	-5
Brazil	79	98	0,754	0,85 %	7
China	90	Aucune	0,738	1,57 %	11
India	131	127	0,624	1,52 %	4
Rwanda	159	158	0,498	2,89 %	4

Nota : 188 pays ; la note des pays occupant les rangs 1 à 94 est supérieure à la médiane. L'indice mesure trois dimensions du développement humain, soit la capacité à vivre longtemps et en bonne santé, à acquérir des connaissances et à avoir un niveau de vie convenable. Source : IDH de l'ONU

approche en 2015. Selon nous, les meilleures occasions se trouvent dans les pays qui sont en voie d'amélioration. Nous ne cherchons pas les « meilleurs pays », étant donné que les primes de risque y seraient peu élevées, mais ceux qui « prennent du mieux ». Nous passons donc en revue les mesures actuelles ainsi que leurs tendances.

Les composantes actuelles de l'ensemble de facteurs qualitatifs de l'équipe sont les suivantes :

- **L'analyse de la Banque mondiale évaluant la facilité de faire des affaires** est publiée chaque année. L'analyse porte sur le système réglementaire, l'efficacité du gouvernement et la qualité de la gouvernance d'entreprise. Les pays qui mettent sur pied un cadre juridique et réglementaire favorisant l'entreprise privée, en particulier les petites entreprises, sont ceux qui encouragent l'investissement et, par conséquent, la croissance économique.
- **L'indice de développement humain des Nations Unies** est fondé sur les travaux de la lauréate du prix Nobel Amartya Sen, une économiste du développement. Cet indice permet de déterminer si un pays améliore la qualité de vie de ses citoyens. Il mesure notamment l'espérance de vie à la naissance, la durée attendue de scolarisation pour les enfants, la durée moyenne de scolarisation pour les adultes ainsi que le revenu par habitant. En 2015, les Nations Unies sont allées plus loin en modifiant le dernier indicateur afin de mesurer les inégalités de revenus au sein des pays. Selon *chacune* de ces mesures, le Venezuela se classe devant la médiane (figure 7).

- Nous avons recours à **l'indicateur de trajectoire politique du pays de l'Eurasia Group**, notre consultant en matière de risque politique, qui a élaboré un classement du risque politique découlant de prévisions sur six mois et sur deux ans. Nous avons adapté cette analyse afin de construire notre propre modèle d'évaluation.
- **Transparency International publie chaque année un indice de perception de la corruption (IPC)** fondé sur 13 analyses menées par 12 institutions.
- **La note environnementale de MSCI** évalue la mesure dans laquelle la compétitivité à long terme d'un pays dépend de sa capacité à protéger, exploiter et compléter ses ressources naturelles et à composer avec ses vulnérabilités d'ordre écologique. Les données proviennent de la Energy Information Agency, de la Central Intelligence Agency et des Nations Unies, ainsi que des recherches exclusives de MSCI.

## La difficulté d'évaluer les valeurs sociales

Un examen attentif fait toutefois ressortir les lacunes de ces indicateurs, ainsi que la difficulté d'attribuer une note à des pays ou de les classer en fonction de leurs valeurs sociales. Ainsi, la fréquence à laquelle les données sont publiées – habituellement une seule fois par année – pose problème. Il y a aussi le décalage entre le moment où les données sont recueillies et celui où elles sont publiées. Par exemple, dans le cas de l'indice de développement humain des Nations Unies, nous utilisons en 2017 des rapports fondés sur des données datant de la fin de 2015. Bien sûr,



la situation au Venezuela se dégrade depuis déjà un certain temps, mais l'analyse de l'ONU a été effectuée avant le déclin vertigineux des 18 derniers mois.

La subjectivité est une autre source de problème. L'indice de Transparency International servant à mesurer la « perception » de corruption se fonde sur des sondages d'opinion plutôt que sur des données objectives. En outre, les pays ne sont pas tous pris en compte et, dans certains cas, les données historiques ne remontent pas bien loin. Nous devons aussi évaluer la fiabilité des données et déterminer si leur fournisseur manifeste une allégeance ou des visées politiques. Faut-il faire abstraction du groupe de réflexion américain Freedom House, qui évalue le degré de démocratie, de liberté et des droits de la personne, parce qu'il est financé par un gouvernement national ?

Comment évaluer un pays comme le Rwanda ? Son dirigeant manifeste des tendances autoritaires, mais le pays se classe, selon l'indice de développement humain des Nations Unies, parmi ceux dont le bien-être des citoyens s'améliore le plus rapidement. D'après l'analyse de la Banque mondiale évaluant la facilité de faire des affaires, il se classe dans le premier quartile sur 190 pays du monde. Sur le plan qualitatif, il laisse loin derrière lui un pays de la région comme le Nigeria, qui profite pourtant de la manne pétrolière. Qu'arrive-t-il si un pays est embourbé dans une guerre civile ? Faut-il investir en Colombie, qui figure depuis longtemps dans l'indice, mais qui ne s'est extirpée qu'au cours des 12 derniers mois d'un conflit avec les FARC qui a duré plusieurs décennies ? Est-il nécessaire qu'un pays soit une démocratie ? Dans ce cas, qu'arrive-t-il de la Chine, la deuxième puissance économique mondiale ? Qu'en est-il des pays où la démocratie recule, comme la Pologne et la Hongrie ?

La figure 8 illustre le rang du Venezuela selon le modèle fondamental mondial, ainsi que son classement qualitatif. Quelle note ou quel classement fondé sur les facteurs qualitatifs ferait qu'il serait impossible d'investir dans un pays ?

## Un indice de l'abomination ?

En août dernier, M. Hausmann a avancé que les pays devraient se voir attribuer non seulement une cote de solvabilité, mais aussi un classement sur le plan de l'abomination. Il s'est inspiré des écrits du Russe Alexander Sack, un théoricien du droit qui a élaboré en 1927 le concept de la « dette odieuse » dans la foulée de la Première Guerre mondiale.

**Figure 8 : Classements du Venezuela par rapport aux 69 autres pays émergents sur le plan qualitatif**

Classement général selon le modèle fondamental mondial	65 / 70
Classement sur le plan qualitatif seulement	65 / 70
Établi au moyen des mesures suivantes :	
Rang selon la facilité d'y faire des affaires (Banque mondiale)	70 / 70*
Indice de perception de la corruption (Transparency International)	67 / 69
Indice de développement humain ajusté aux inégalités (ONU)	29 / 62
Rang selon le risque environnemental (MSCI)	26 / 70
Rang selon la trajectoire politique (Eurasia Group)	55 / 55**

Nota : Données au 17 octobre 2017. \* Ex æquo avec deux autres pays.  
\*\* Ex æquo avec huit autres pays. Source : RBC GMA

Selon M. Sack :

*« Si un pouvoir despotique contracte une dette non pas selon les besoins et les intérêts de l'État, mais pour fortifier son régime despotique, pour réprimer la population qui le combat, cette dette est odieuse pour la population de l'État entier. Cette dette n'est pas obligatoire pour la nation : c'est une dette de régime, c'est-à-dire du pouvoir qui l'a contractée. »*

Certains universitaires se demandent toutefois à quel moment un régime peut-être considéré comme « despotique »<sup>16</sup>. Le peuple vénézuélien a porté au pouvoir le président Chavez en 1998 ; il a appuyé ses politiques lors d'un référendum en 1999, avant de le réélire à plusieurs reprises jusqu'à sa mort, en 2013. Et pourtant, Freedom House abaisse la note de ce pays depuis 1999 (figure 9).

Lee Buchheit, l'un des meilleurs juristes et spécialistes du droit sur la question de la restructuration des titres de créance d'État, pose une autre question<sup>17</sup> :

*« Quelqu'un doit assumer la tâche de marquer d'un « O » écarlate bon nombre de régimes dans le monde. Qui évaluera leur caractère odieux et selon quels critères ? »*

Qui en effet prendra cette décision digne du roi Salomon ? Les agences de notation ? Le Conseil de sécurité ou le Conseil des droits de l'homme de l'ONU ? L'Arabie saoudite et la Libye (alors dirigée par Mouammar Kadhafi) ont déjà été membres du Conseil des droits de l'homme de l'ONU !

<sup>16</sup> Sarah Ludington (Campbell University), Mitu Gulati (Duke University) et Alfred Brophy (University of North Carolina à Chapel Hill). Applied Legal History: Demystifying the Doctrine of Odious Debts.

<sup>17</sup> Lee Buchheit, Mitu Gulati et Robert Thompson, *The Dilemma of Odious Debt*, *Duke University Law Journal*, mars 2007.

## Les investisseurs se préoccupent-ils des valeurs sociales ?

La question la plus fondamentale que pose M. Hausman dans son article intitulé « The Hunger Bonds » est peut-être la suivante : Les investisseurs se préoccupent-ils vraiment des valeurs sociales ? À première vue, la réponse semble être « non » pour bon nombre d'entre eux.

La figure 9 illustre le recul de la prime de risque au cours de la deuxième période où le pays a obtenu la note « partiellement libre » attribuée par Freedom House. De même, les agences de notation n'ont pas tenu compte du recul de la démocratie.

La première colonne de la figure 10 indique les rendements des titres de diverses qualités de crédit pour la période allant du creux de mars 2009, soit lorsque les programmes d'assouplissement quantitatif ont été réellement enclenchés, à la fin de novembre 2017. Dans l'ensemble, les obligations de qualité inférieure ont obtenu de meilleurs rendements que l'indice général.

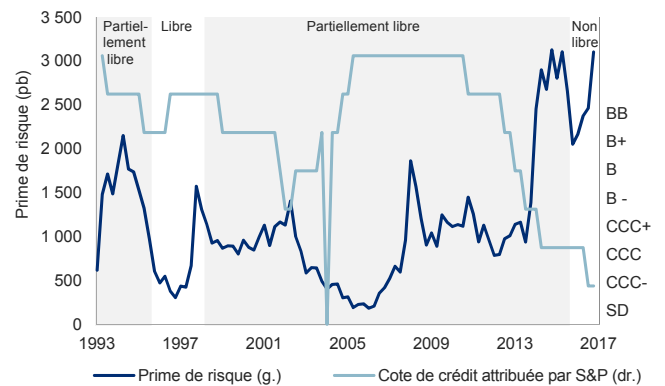
Que se passe-t-il si nous examinons le cycle financier à partir de la période commençant tout juste avant la crise financière, c'est-à-dire à la fin de juin 2007, alors que les primes de risque s'établissaient à des creux historiques ?

On observe alors que les rendements totaux des obligations cotées B ou moins ont considérablement diminué. Les rendements des titres du Venezuela baissent de 60 % et ceux des obligations cotées CCC et moins passent en territoire négatif. En comparaison, le rendement total de l'indice est passé de 119,8 % à 111,2 %. Dans la deuxième colonne, on constate que les obligations cotées BB ont obtenu le meilleur rendement pendant la période, soit 139,4 %.

Examinons maintenant la troisième colonne, qui montre l'ampleur de la baisse à partir du sommet de juin 2007, atteint avant la crise financière, jusqu'au creux de mars 2009. Au cours de cette période, l'indice a régressé de 3,9 % et les titres du Venezuela, de 30,2 %. Dans l'ensemble, les obligations cotées B ont reculé de 29,7 %, et celles cotées CCC et moins, de 86,9 %. Lorsque les temps sont durs, la qualité est importante.

De toute évidence, ces rendements ne sont pas uniquement attribuables aux indicateurs qualitatifs. Cependant, si l'on analyse les notes selon le modèle fondamental mondial et les notes fondées sur les facteurs qualitatifs (figure 11), il est curieux de constater que l'écart entre les obligations cotées AA et A et celles de qualité inférieure est plus

**Figure 9 : Crise au Venezuela – Les marchés et les agences de notation réagissent avec lenteur au déclin de la démocratie**



Nota : Données au 1er septembre 2017. Sources : Bloomberg, RBC GMA

**Figure 10 : Rendements cumulatifs (%)**

Qualité du crédit	Après le début de l'AQ mars 2009 – 30 nov. 2017	Sommet avant la crise juin 2007 – 30 nov. 2017	Crise (du sommet au creux) juin 2007 – mars 2009
A	69,9	84	8,3
BBB	95,6	99,39	1,9
BB	150,9	139,4	-4,6
B	216,3	122,2	-29,7
CCC-C	114,5	-71,9	-86,9
Venezuela	102,5	41,29	-30,2
Ind. mond. div. oblig. ME	119,8	111,2	-3,9

Source : RBC GAM

**Figure 11 : Comp. de la note selon le modèle fondamental mondial (MFM) de RBC GMA et de la note qualitative seulement**

	Note selon le MFM de RBC GMA	Note qualitative
AA & A	6,10	7,10
BBB	5,04	5,60
BB	4,67	4,95
B	3,90	4,03
≤ CCC	3,80	4,13

Nota : Données au 17 octobre 2017. Source : RBC GMA

prononcé du côté des notes qualitatives que pour les notes selon le MFM.

### Quatre grandes tendances : La liquidité attire en masse les investisseurs en obligations des pays émergents

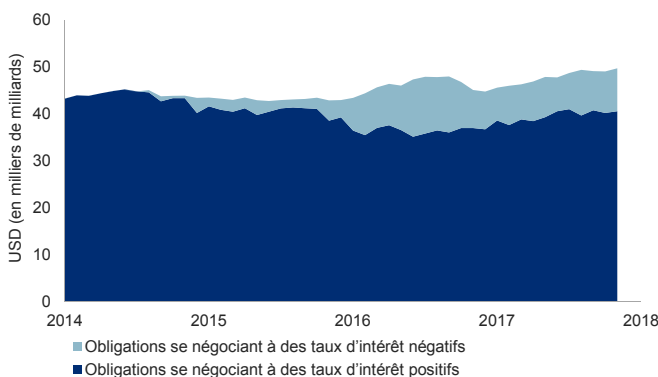
Faut-il en conclure que les investisseurs ne se sentent pas préoccupés ? On pourrait plutôt avancer que les investisseurs actifs et spécialisés dans les marchés émergents comme nous, qui auraient plutôt tendance à ne pas investir dans les titres à revenu fixe de pays comme le Venezuela, y sont contraints à cause de quatre grandes tendances :

1. En raison de la succession de programmes d'assouplissement quantitatif mis en œuvre par de multiples banques centrales depuis 2008, les taux des obligations d'État de nombreux pays sont négatifs et les investisseurs sont résolument en quête de rendement. En date du 30 novembre, 9 200 milliards de dollars d'obligations dans le monde, soit environ 23 % de toutes les obligations en circulation, étaient assorties de taux négatifs (figure 12). Selon JPMorgan, les flux totaux d'investissement dans les titres des pays émergents dépassaient les 170 G\$ US à la fin de novembre, soit plusieurs fois leur niveau de l'an dernier à la même période.
2. Les émetteurs qui auraient été pénalisés par les marchés en raison de la piètre qualité de leurs politiques économiques et sociales ont été protégés par des prêts massifs de banques d'État de la Chine, qui cherche à assurer son approvisionnement en produits de base et à

accroître son influence géopolitique. La Russie a fait de même. Les prêteurs du secteur officiel, comme le FMI, imposent habituellement des clauses conditionnelles ou exigent des changements de politique pour accroître les chances de redressement de l'économie. Ces prêts bilatéraux ne sont pas assortis de telles exigences. Les prêts octroyés par la Chine dépassent désormais largement ceux consentis par les prêteurs du secteur officiel (figure 13). La Russie et la Chine ont récemment rééchelonné les prêts qu'elles accordent au Venezuela.

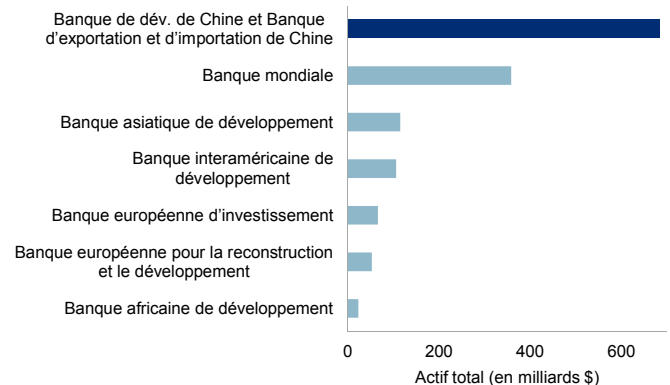
3. Les placements indiciels passifs, qui représentent une part importante des flux vers les obligations de pays émergents, n'ont pas recours à des filtres et tiennent encore moins compte des lacunes sur le plan social. Si le Venezuela représente 5 % de l'indice EMBI+, les investisseurs passifs attribueront automatiquement le même pourcentage à ce pays par l'intermédiaire des FNB. L'effet est particulièrement marqué pour les émetteurs de petits pays. Dans un rapport récent, Citigroup souligne que les placements passifs dans les titres de pays émergents sont passés d'un peu plus de 12 % il y a deux ans à environ 19 % actuellement.
4. Enfin, les marchés en sont venus à croire que le FMI accordera des prêts pratiquement en toutes circonstances. Dans le passé, le FMI était considéré comme un inspecteur imposant des conditions strictes en échange de prêts. Au cours des dernières années, le Fonds a toutefois perdu de sa crédibilité auprès des marchés en continuant d'octroyer à la Grèce et à l'Ukraine dans un contexte intenable, en violation de ses propres lignes directrices. Dans le cas de la Grèce, le FMI a peut-

Figure 12 : De plus en plus d'obligations affichent des taux négatifs



Nota : Données au 30 novembre 2017. Sources : Bloomberg, Deutsche Bank, RBC GMA

Figure 13 : Des banques d'État chinoises accordent du fin. de crois. assorti de moins de restr. à des pays en dév.



Nota : Données en date de mai 2016. Sources : Université de Boston – Global Economic Governance Initiative, RBC GMA

être agi de la sorte afin de protéger le système financier européen et d'éviter un risque éventuel de contagion. En Ukraine, ses décisions ont été compliquées par la situation géopolitique après l'invasion par la Russie de la Crimée, dans le sud du pays. Les marchés semblent désormais tenir pour acquis que tous les pays sollicitant l'appui du FMI l'obtiendront.

Ces vagues successives de liquidités, réelles ou prévues, ont soutenu les paris risqués sur les marchés émergents, retardant l'heure de vérité pour les choix peu judicieux en matière de politique.

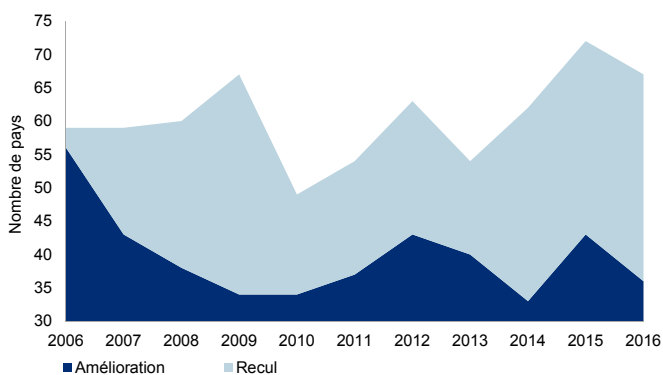
## Certains indicateurs liés aux valeurs sociales subissent des pressions, malgré l'augmentation du nombre de nouveaux émetteurs

Dans de nombreux pays émergents, les indicateurs liés aux valeurs sociales sont fragilisés. Selon un rapport particulièrement accablant de Freedom House<sup>18</sup>, la démocratie a perdu du terrain au cours des dix dernières années (figure 14).

Un examen de l'indice obligataire des pays émergents donne à penser que la qualité globale des obligations d'État a diminué (figure 15). À ce chapitre, deux forces sont à l'œuvre. Il est vrai que la qualité du crédit a diminué dans certains pays ; ainsi, le Brésil et la Turquie ont perdu leur cote de catégorie investissement. En revanche, il convient de souligner l'augmentation du nombre d'émetteurs au

<sup>18</sup> *Freedom In The World 2017, Populists and Autocrats: The Dual Threat to Democracy*, Freedom House.

**Figure 14 : La liberté a globalement plus diminué qu'augmenté**



Nota : Données au 31 décembre 2016. Sources : Freedom House, RBC GMA

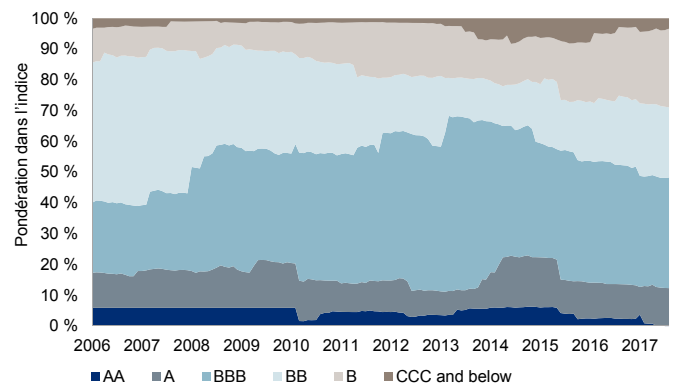
cours des dernières années, dont la plupart sont des gouvernements de qualité inférieure. À la fin de 2007, 38 pays composaient l'indice EMBIGD. Leur nombre est aujourd'hui de 67. De même, le nombre d'États souverains surveillés par Moody's est passé de 71 en 1996 à 132 à la fin de 2016<sup>19</sup>.

La robustesse des marchés des produits de base et l'abondance des liquidités justifient la plus grande attention portée par les investisseurs à de nombreux nouveaux émetteurs. De nombreux pays d'Afrique et quelques pays d'Amérique latine ont vu leur cote révisée à la suite de l'allègement de leur dette par le secteur officiel dans le cadre de l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTÉ). Certains prêteurs, comme le FMI et la Banque mondiale, ont annulé leur dette en échange d'une amélioration des politiques économiques, notamment d'une augmentation des dépenses visant des mesures de réduction de la pauvreté. Ces mesures s'inscrivaient dans le cadre des objectifs de développement de l'ONU pour le millénaire.

Une analyse récente de Moody's sur les taux de défaillance à long terme a fait ressortir que la cote médiane des pays un an avant leur défaillance était de B2, soit cinq crans au-dessous de la cote de catégorie investissement la moins élevée. Les pays assortis d'une cote B représentent aujourd'hui 31 % des États cotés, soit le palier de crédit regroupant le plus grand nombre d'États souverains (figure 16).

<sup>19</sup> Moody's Investor Service, *Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2016*, 30 juin 2017.

**Figure 15 : Répartition des titres de l'indice mondial diversifié d'oblig. des marchés émergents selon la qualité**



Nota : Données au 30 novembre 2017. Sources : JPMorgan, RBC GMA

Il ne s'agit pas ici de dénigrer les pays émergents dans leur ensemble. Il convient de comparer la qualité de l'indice boursier des pays émergents le plus suivi (l'indice MSCI Marchés émergents) et celle de l'indice des obligations des pays émergents (l'indice EMBIGD de JPMorgan). Dans le cas de l'indice boursier, près de 62 % des titres le composant sont assortis d'une note A ou supérieure, et plus de 80 % ont une note de catégorie investissement (le Venezuela ne figure pas parmi les pays faisant partie de l'indice boursier des pays émergents). En comparaison, seulement 48 % des titres de l'indice obligataire des pays émergents sont assortis d'une cote de catégorie investissement (figure 17).

## Un indice de référence soulignant les « bons comportements » ?

Qu'avons-nous déterminé ? Nous savons que le taux de défaillance des pays cotés B2 et moins est beaucoup plus élevé que celui des pays dont la note est supérieure, et que le nombre de pays cotés B a fortement augmenté. Nous avons constaté que les titres cotés BB représentent le créneau idéal tout au long d'un cycle et que, lors de périodes difficiles, les reculs sont moins marqués pour les titres cotés BB et plus. Nous savons aussi qu'il existe un lien entre les notes qualitatives supérieures (classement en matière de responsabilité sociale) et une meilleure qualité du crédit.

M. Hausmann a recommandé que JPMorgan mette en place un indice des pays émergents respectables se conformant à des normes minimales de respect pour les citoyens de ces pays. En principe, nous sommes d'accord avec lui. L'indice actuel ne permet pas de faire preuve de discernement. Il ne sert pas les intérêts des investisseurs à long terme et surtout pas les intérêts des citoyens des pays émergents. Par ailleurs, les investisseurs internationaux ont peu d'influence sur les décisions de ces pays et fondent leurs choix de placement sur des indices de référence très suivis, par rapport auxquels leurs rendements et ceux de leurs pairs sont évalués. Les investisseurs passifs ne font qu'accroître cet effet.

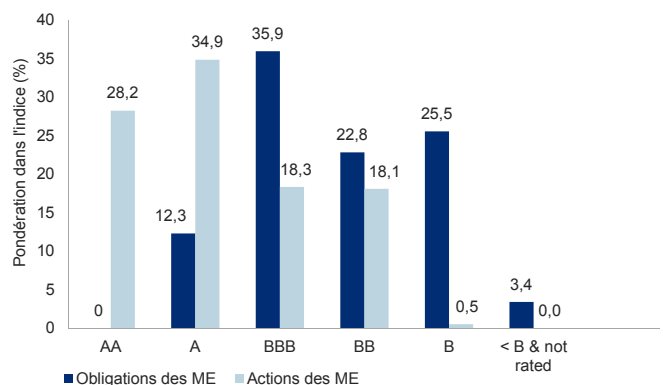
Toutefois, compte tenu des difficultés que nous avons soulignées en ce qui concerne l'utilisation d'indicateurs liés aux valeurs sociales, l'élaboration d'un tel indice ne sera pas chose facile. Ce sera peut-être le cas lorsque les indicateurs qualitatifs seront davantage au point et que la quantité de données sera suffisante pour tirer des conclusions judicieuses.

**Figure 16 : Ventilation de la notation des émetteurs de titres d'État – De 1995 à 2016 (%)**

Cote	1995	2005	2016
Aaa	18 %	20 %	9 %
Aa	24 %	7 %	12 %
A	18 %	22 %	13 %
Baa	18 %	14 %	16 %
Ba	16 %	16 %	12 %
B	5 %	16 %	31 %
Caa-C	0 %	5 %	7 %
Catégorie investissement	78 %	63 %	50 %
Catégorie spéculative	22 %	37 %	50 %

Sources : Moody's Investors Service, RBC GMA

**Figure 17 : Comparaison de la notation à l'échelle nationale des oblig. des ME (ind. mond. div. oblig. ME) et des actions des ME (ind. MSCI ME)**



Nota : Données au 30 novembre 2017. La même méthodologie de définition des catégories de crédit a été utilisée pour les émetteurs des titres de l'indice mond. div. d'oblig. des ME et pour ceux des titres de l'ind. MSCI. Sources : J.P. Morgan, MSCI, S&P, Moody's, Fitch

Lorsqu'un indice des pays émergents respectables crédible aura été créé, il incitera les investisseurs à privilégier les pays qui ont à cœur de prendre des décisions favorisant le bien-être de leurs citoyens. Il incitera aussi les pays disposant d'un faible capital social à améliorer les résultats pour leurs citoyens afin d'être inclus dans cet indice et, ce faisant, obtenir l'accès à un financement international accru.

Bref, comme le dit M. Hausmann, *vous pourriez obtenir de bons résultats sans avoir mauvaise conscience.*

Ce rapport a été fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs (RBC GMA) à titre informatif seulement et ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA Inc.). Au Canada, ce rapport est fourni par RBC GMA Inc. (dont Phillips, Hager & North gestion de placements). Aux États-Unis, ce rapport est fourni par RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., un conseiller en placement agréé par le gouvernement fédéral. En Europe, ce rapport est fourni par RBC Global Asset Management (UK) Limited, qui est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni. En Asie, ce document est fourni par RBC Investment Management (Asia) Limited, qui est inscrite auprès de la Securities and Futures Commission (SFC) de Hong Kong.

RBC GMA est la division de gestion d'actifs de Banque Royale du Canada (RBC) qui regroupe RBC GMA Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Global Asset Management (UK) Limited, la division de gestion d'actifs de RBC Investment Management (Asia) Limited, et BlueBay Asset Management LLP, qui sont des filiales distinctes mais affiliées de RBC.

Ce rapport n'a pas été revu par une autorité en valeurs mobilières ou toute autre autorité de réglementation et n'est inscrit auprès d'aucune d'entre elles. Il peut, selon le cas, être distribué par les entités susmentionnées dans leur territoire respectif. Vous trouverez des précisions sur RBC GMA à [www.rbcgma.com](http://www.rbcgma.com).

Le présent rapport n'a pas pour objectif de fournir des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, liés aux placements ou autres, et ne doit pas servir de fondement à de tels conseils. Le processus de placement décrit dans ce rapport peut changer avec le temps. Les caractéristiques mises de l'avant dans ce rapport visent à dresser un portrait général des critères utilisés dans la sélection des titres détenus dans les portefeuilles des clients. Les placements des portefeuilles des clients ne satisferont pas toujours tous ces critères. 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. 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 garantissent 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 le présent rapport représentent le jugement de RBC GMA au 15 décembre 2017 et peuvent être modifiées sans préavis ; elles sont fournies de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale. Les taux d'intérêt et les conditions du marché peuvent changer.

Les rendements sont estimés à des fins d'illustration seulement et ne constituent en aucun cas des prévisions. Le rendement peut être supérieur ou inférieur à celui indiqué, et peut varier considérablement à plus court terme. Il est impossible d'investir directement dans un indice non géré.

#### 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 peuvent être modifiées sans préavis et sont fournies de bonne foi, mais sans responsabilité légale.

® / <sup>MC</sup> Marque(s) de commerce de la Banque Royale du Canada.  
Utilisation sous licence. © RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2017