

Marchés émergents : de l'attraction aux risques, selon trois scénarios



V. Riches-Flores
contact.vrf@richesflores.com

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

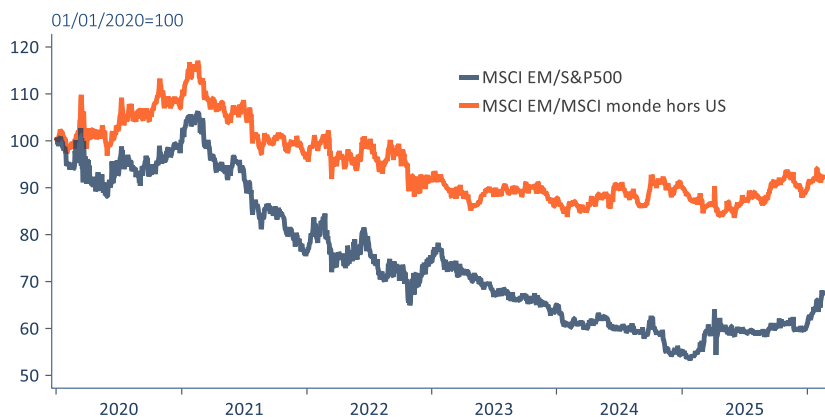
20 février 2026

AGENDA - SAVE THE DATE

Judi 19 mars
Visioconférence
trimestrielle à 11 heures
Sujet communiqué à une
date ultérieure selon les
développements à venir

L'engouement des investisseurs pour les marchés émergents ne s'est pas démenti ces derniers temps. Depuis le début de l'année, l'indice MSCI de ces pays s'est adjugé une progression de 11 % en dollar, à comparer à une stagnation du S&P500 et une hausse de 6 % du Stoxx 600 (5 % en euro). Après un démarrage en trombe au mois de janvier, au cours duquel l'indice a progressé de plus de 8 %, la performance est plus normée depuis le début février mais conserve un rythme soutenu, d'autant plus remarquable que S&P500 et Nasdaq sont en repli marqué.

PERFORMANCE DU MSCI ÉMERGENT EN \$



Sources : RichesFlores Research, Macrobond



L'appétit des investisseurs pour les pays émergents est assez légitime, soutenu par des tendances favorables que nous avons soulignées depuis le printemps de l'année dernière, qu'il s'agisse de la défiance rampante à l'égard du dollar, des perspectives de demande de matières premières assorties de l'envolée des cours des métaux, ou des changements favorables au développement

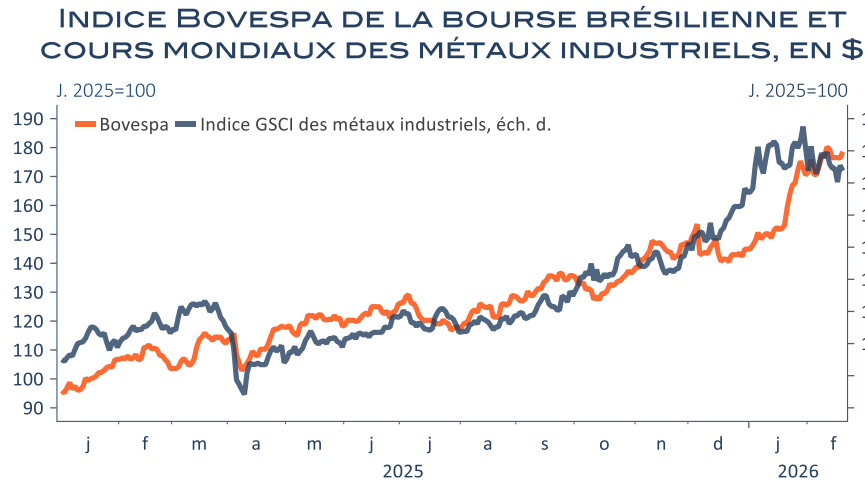
économique, simultanément portées par : 1- la structuration du Sud Global, 2- une transition énergétique accélérée, largement soutenue par la Chine, 3- l'apport des nouvelles technologies sur tout à la fois les débouchés commerciaux et les ressorts de la croissance structurelle.

Au-delà de ces grandes lignes subsistent, néanmoins, des particularismes très spécifiques : sans parler du cas de la Corée du Sud, à bien des égards, plus proche des pays les plus développés, mais néanmoins intégrée au MSCI émergent, rien ne permet, de considérer que le Brésil réponde aux mêmes règles que l'Inde, ou que ces deux-là soient comparables au Vietnam, où à la Thaïlande... On pourrait multiplier les exemples tant la diversité du monde émergent est grande, faite de spécificités économiques, politiques, géopolitiques et financières. Dans un contexte mondial éminemment instable, de tels écarts sont susceptibles de justifier des réactions très différentes des différents marchés émergents aux menaces en présence.

Déjà plus de discrimination

Dans un environnement de marché plus instable depuis le début du mois de février, notamment marqué par les pertes conséquentes du Nasdaq (-3 %), la hiérarchie des performances des principaux indices émergents décrit déjà d'importants écarts. La Thaïlande, à l'égard de laquelle les investisseurs avaient montré bien peu d'intérêt l'an dernier, dans un contexte politique domestique compliqué, ressort, par exemple, en tête de peloton mondial depuis le début du mois, devant-même la Corée dont la valorisation commence, peut-être, à inspirer un peu de retenue, dans un contexte géopolitique régional, par ailleurs, de plus en plus tendu depuis l'arrivée et S. Takaichi au Japon.

Brésil et Mexique ont continué à tirer leur épingle du jeu avec, malgré tout, quelques contrecoups liés 1- aux inquiétudes sur la conjoncture américaine 2- aux caractère très erratique des cours des matières premières, dont l’envolée a fait l’essentiel de la hausse du Bovespa de l’année écoulée, 3- aux menaces persistantes en provenance de l’administration américaine sur la région. Le jeu brésilien a néanmoins été sauvé par les annonces du pays dans la Fintech, sujet sur lequel le Brésil se distingue très nettement sur la scène latino-américaine et dont les valeurs financières ont largement tiré profit.



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Parmi les moins performants de l’année dernière, l’Inde et les Philippines pointent leur nez. Les accords commerciaux de la première avec l’UE et la levée des sanctions américaines ont profité au marché indien ce mois-ci, après un début d’année bien mal enclenché et presque deux années de digestion des excès de valorisation des fastes de 2023 à septembre 2024.

À l’opposé, l’Argentine, le Chili, la Colombie ou la Chine ont subi de lourdes pertes ces dernières semaines, sanctionnés par des conditions propres à chacun de ces exemples : défiance à l’égard de J. Milei, réaction à la rechute des cours du cuivre, pour le deuxième, respiration légitime après une envolée de 26 % de l’indice

colombien en janvier, ou, enfin, déceptions économiques et durcissement renouvelé de la politique américaine à l’égard de l’Empire du Milieu.

PERFORMANCE DES PRINCIPAUX INDICES MSCI ÉMERGENTS, \$

Au 19 février 2026, en %	Depuis le 1er fév.	Janvier	Y/Y au 19 février	2025
Thaïlande	15,2	6,2	29,6	-2,6
Corée	8,4	27,2	129,4	90,4
Mexique	5,4	9,2	53,9	48,3
Brésil	3,5	16,3	45,7	39,8
MSCI Monde hors US	3,0	4,8	30,1	28,9
Philippines	2,9	4,7	9,7	-3,1
MSCI émergents	2,3	8,5	36,4	28,3
Inde	2,2	-5,8	7,2	0,1
Malaisie	1,7	6,9	22,0	7,3
Vietnam	1,7	-1,4	53,6	54,6
Singapour	1,3	4,1	22,3	25,4
CEEC hors Russie	-0,4	9,7	48,9	60,5
Turquie	-1,0	21,4	19,7	-4,6
S&P 500 (pour rappel)	-1,1	1,4	11,7	16,4
Indonésie	-1,3	-4,5	0,0	0,0
Arabie Saoudite	-2,0	10,0	-5,1	-9,0
China	-3,4	4,9	14,0	28,3
Colombie	-4,2	26,2	75,7	84,2
Chili	-5,5	13,7	56,0	63,8
Argentine	-6,4	7,9	0,5	-6,1

Sources : RichesFlores Research, Macrobond *Classement de bleu (négatif) à rouge (positif)

Ces quelques exemples illustrent des sensibilités bien spécifiques auxquelles prépare mal l’approche synthétique généralement utilisée par les investisseurs en référence au « monde émergent » et qui pourrait réserver bien des surprises, bonnes ou mauvaises, à qui n’y prendrait pas gare.

Nous illustrons dans ce qui suit les écarts de sensibilité susceptibles de surprendre à partir de trois scénarios distincts, les plus probables :

- Celui d’une croissance mondiale résolument dopée aux capex et à l’IA, proche du consensus dominant aujourd’hui parmi les investisseurs
- Celui d’une croissance de plus en plus déséquilibrée consécutive aux impacts négatifs de l’IA sur l’emploi, qui ouvrirait sans doute grande la porte à des baisses de taux de la Fed.
- Celui d’un conflit imminent en Iran, au terme de l’ultimatum des dix à quinze jours, tel que formulé par D. Trump cette semaine pour parvenir à un accord sur le nucléaire.

Scénario 1 - tout se passe comme prévu

C'est l'hypothèse la plus présente, qui justifie à bien des égards l'engouement croissant à l'égard des marchés émergents, bourses mais aussi obligations souveraines depuis le début de l'année.

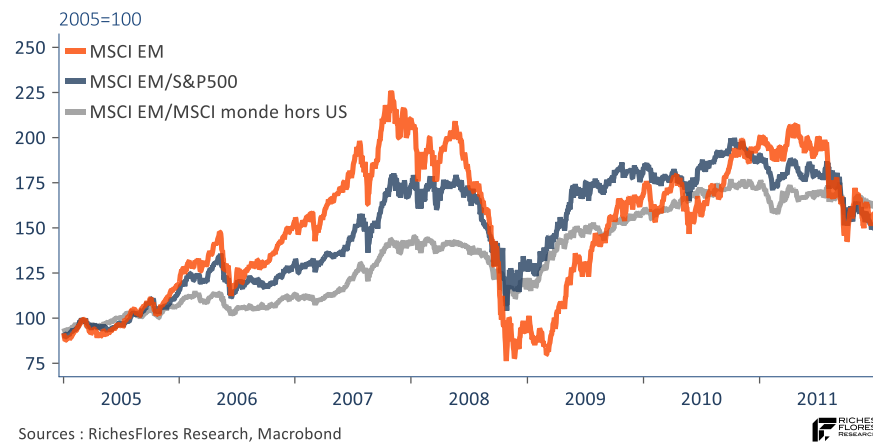
Ce scénario a, en effet, tous les ingrédients pour être durablement et quasi-unanimement porteur pour le monde émergent :

- Croissance économique mondiale robuste, en accélération dans la plupart des pays du monde, portée par la dynamique d'investissement, tant dans les composants nécessaires au développement de l'IA, qu'en matière d'infrastructures énergétiques et technologiques, dont profitent progressivement un plus grand nombre de pays, sur fond de regain des échanges mondiaux.
- Ce scénario s'accompagne implicitement d'une amélioration des perspectives d'emplois, résultat de la dynamique économique d'ensemble impulsée par l'essor des capex, en mesure de compenser l'impact négatif de l'IA sur l'emploi.
- Il n'empêche pas la Fed de baisser modérément ses taux directeurs, à raison de deux ou trois baisses d'un quart de point chacune d'ici la fin de l'année, de sorte que le dollar poursuit sa trajectoire baissière, sans accélération intempestive – garantie K. Warsh !
- La hausse des cours des matières premières se poursuit sans emballement comparable à celui des premières semaines de l'année 2026, pour des raisons fondamentales liées à l'essor de la demande plus que pour la recherche de protection vers les précieux et l'aversion au dollar.

De tels développements permettraient un écrasement des primes de risques, favorable aux bourses mondiales et, du fait de leurs caractéristiques, plus porteurs pour les pays émergents : les exportateurs de produits manufacturés d'Asie (biens industriels, électroniques et biens de consommation) et les exportateurs de matières premières. Il autoriserait, aussi, probablement un regain d'intérêt pour les pays intermédiaires moins bien valorisés, telle la Turquie, ou l'Inde, dorénavant moins surachetée et portée par une amélioration des tendances structurelles dans un cadre mondial apaisé. Dit autrement, un scénario comparable à celui des années 2005 à 2007 ou encore 2009 à 2011, où les capex pour l'IA, et dans une moindre

mesure la défense, joueraient le rôle de catalyseur, au lieu, à l'époque, du boom des capex industriels du monde émergent, chinois notamment...

PERFORMANCE DU MSCI ÉMERGENT EN \$ 2005 À 2012



Si le scénario n'est pas pour déplaire, il semble assorti d'un optimisme bien excessif au regard de la situation en présence et des risques qui y sont rattachés. Sans doute encore à même de faire illusion par épisode, tel n'est pas le scénario le plus probable aujourd'hui.

Scénario 2 – les capex ne jouent pas le rôle d'entraînement escompté

Nous avons souligné à plusieurs reprises les risques que le boom des capex n'ait pas la capacité à entraîner l'ensemble de l'activité économique américaine ou mondiale. Plusieurs hypothèses peuvent conduire à ce scénario :

- Des dégâts des développements de l'IA sur l'emploi beaucoup plus importants que généralement escompté à brève échéance, source de pressions à la baisse des rémunérations et de la croissance de la demande hors secteurs technologiques.
- D'éventuelles révisions à la baisse des prévisions de résultats des grands acteurs de la technologie, aux effets *in fine* négatifs sur les perspectives d'investissement mêmes. L'ensemble sur fond de tensions commerciales, politiques et

géopolitiques, vraisemblablement, persistantes aux Etats-Unis comme dans le reste du monde.

Un tel scénario inciterait à beaucoup plus de discrimination entre les pays émergents.

Porteur pour les exportateurs de métaux, tant que les perspectives d'investissement ne sont pas reconsidérées, il l'est nettement moins pour les exportateurs d'énergie et de produits manufacturés, biens de consommation et biens industriels hors composants électroniques, notamment.

Les performances des marchés asiatiques, Chine comprise, seraient vraisemblablement beaucoup plus disparates, potentiellement tirées par la technologie mais sanctionnées pour la plupart des autres secteurs. Le Vietnam, par exemple, bien positionné dans le premier scénario, serait nettement désavantagé dans ce cas de figure. La Corée pourrait s'en sortir plus favorablement, sous réserve que les développements attendus dans la technologie ne finissent pas par être impactés par les questions de rentabilité. Le positionnement des pays intermédiaires, telle la Turquie, l'Indonésie ou les Philippines serait également à reconsidérer, rattrapés par des primes de risques accrues dans un environnement économique chahuté.

De tels développements accroîtraient probablement le risque de baisses des taux de la Fed et de défiance accrue à l'égard du dollar, avec pour conséquence de soutenir les cours des précieux, du moins de prévenir leur décrochage. Toutes choses égales par ailleurs, les pays les plus dépendants des taux d'intérêt américains et aux devises les plus fragiles seraient nettement plus avantagés : c'est le cas notamment des plus grands pays d'Amérique Latine, Brésil en particulier moins exposé au risque de ralentissement de la demande américaine que le Mexique ou que les exportateurs d'Asie.

Scénario 3 – des frappes américaines en Iran

Il s'agit, au moment où nous écrivons, du risque premier, à en juger par le déploiement exceptionnel des forces américaines de ces derniers jours autour du pays et par les déclarations récentes des responsables américains.

Nul ne sait prédire les conséquences de la mise à exécution des menaces de D. Trump : conflit éclair sans extension régionale ou conflit plus durable assorti de répliques iraniennes. **À brève échéance, néanmoins, l'hypothèse de frappes américaines serait assortie d'un choc pétrolier et de primes de risques, aux effets très différenciés selon les pays émergents** (exportateurs d'énergie ou importateurs, qualité de crédit, dépendance au financement externe).

COURS DU BRENT DE MER DU NORD



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Le risque principal passe, en effet, par le détroit d'Ormuz par lequel transite toujours environ 20% du pétrole mondial et une part significative du LNG. Une envolée des cours du brut, des plus vraisemblables dans un tel cas de figure, pourrait porter ses derniers dans la région de 90\$ le baril (contre 71\$ pour le Brent aujourd'hui), de manière plus ou moins durable selon les développements et, simultanément, perturber les chaînes d'approvisionnement mondiales.

Les pays émergents importateurs nets de pétrole, Inde, Thaïlande, Philippines, Turquie, ou autres pays d'Europe émergente..., seraient le plus gravement sanctionnés, notamment par la dégradation anticipée de leurs balances courantes et par les conséquences négatives sur leurs devises.

Les exportateurs de pétrole et de gaz profiteraient d'une amélioration des termes de l'échange et de recettes en devises accrues mais pourraient souffrir, a contrario, des effets géopolitiques négatifs, moins favorable à l'exposition aux marchés

émergents dans leur globalité, sur fond de primes de risques accrues par la détérioration du contexte géopolitique et de possible réappréciation du dollar.

Quoi qu'il en soit de la défiance de ces derniers mois à l'égard du dollar, le réflexe d'un « flight to quality » (à destination des Treasuries, du dollar et de l'or) reste, en effet, le scénario le plus probable dans un tel cas de figure, ce qui reviendrait à durcir significativement les conditions financières des pays émergents les plus dépendants des capitaux extérieurs, en l'occurrence, souvent, ceux qui ont le plus profité de la baisse du dollar de ces derniers mois.

TAUX DE CHANGES DES DEVISES ÉMERGENTES CONTRE USD

Au 19 février 2026, en %	Depuis le 1er février	Janvier	-12 mois
MXN	0,5	3,9	18,2
RUB	-0,6	3,9	16,7
ZAR	-0,9	3,3	14,8
MYR	0,9	2,9	13,6
COP	-0,5	2,6	10,9
CLP	0,2	3,9	10,0
BRL	0,8	4,9	9,3
THB	1,3	-0,2	8,3
EGP	-1,2	1,6	6,5
CNY	0,6	0,6	5,4
PHP	1,5	-0,1	0,1
KRW	-0,2	-0,1	-0,5
VND	-0,1	1,4	-1,7
IDR	-0,7	-0,6	-3,2
INR	0,9	-2,1	-4,6
TRY	-0,8	-1,1	-17,1

Sources : RichesFlores Research, Macrobond *Classement de bleu (négatif) à rouge (positif)

On l'aura compris, toute exposition démesurée au monde émergent serait bien peu en phase avec le contexte éminemment incertain en présence. Si les arguments en faveur d'un rattrapage persistant, encore à venir, de la performance des bourses émergentes semblent assez largement indiscutables, mieux vaut appréhender cette stratégie avec pondération, dans l'optique d'une vision de long terme tant que ne sont pas levées les incertitudes de ce qui précède.

Pour rappel, publications récentes et support de présentation de décembre

[SUR LE VIF – Normalisation de l'inflation au Japon](#), 20 février

[SUR LE VIF – La production manufacturière américaine renoue avec son niveau de... 2019 !](#) 18 février

[STRATEGIE – Baisses politiques ou justifiées des taux de la Fed ?](#), 17 février

[HDV- Marchés en folie : l'or, toujours refuge et sinon ?](#), 13 février

[HDV- Grandeur et démesure des Capex- suite...](#) 6 février

[HDV – N'attendons rien de la BCE !](#) 30 janvier

[HDV – Un pays vieux, comme le Japon, peut-il prétendre à des politiques de relance ?](#) 23 janvier

Véronique Riches-Flores

contact.vrf@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact.vrf@richesflores.com