

GLOBAL MACRO SHIFTS

avec Michael Hasenstab, Ph.D.

Edition n°9 | Février 2018

FACTEURS ESG ET INVESTISSEMENTS
DE L'ÉQUIPE GLOBAL MACRO
RÉSUMÉ



FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS





Les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) sont reconnus au sein de l'investissement obligataire comme des indicateurs à valeur ajoutée de la performance économique potentielle. Dans cette édition de

Global Macro Shifts, l'équipe Templeton Global Macro met en exergue la façon dont les facteurs ESG sont intégrés dans son processus de recherche. L'équipe a développé un système de notation interne des critères ESG, appelé l'indice Templeton Global Macro ESG (TGM-ESGI), pour évaluer les conditions ESG actuelles et prévues dans différents pays et pour faciliter les comparaisons macroéconomiques entre pays dans le monde entier.



Le présent document est une version synthétique de la note de recherche complète, qui peut être consultée en intégralité sur la [page d'accueil de Global Macro Shifts](#).

INFORMATIONS IMPORTANTES

Ce document reflète les analyses et opinions des auteurs au 8 février 2018, et peut différer des opinions d'autres gérants de portefeuille, équipes de gestion ou plateformes de Franklin Templeton Investments. Il est uniquement destiné à fournir des informations d'intérêt général et ne saurait constituer un conseil d'investissement individuel, une recommandation ou une incitation à acheter, vendre ou détenir un titre ou à adopter une stratégie d'investissement particulière. Il ne constitue pas un conseil d'ordre juridique ou fiscal.

Les opinions présentes dans le document et les commentaires, analyses et opinions sont valables à la date de la publication et peuvent être modifiés sans préavis. Les informations contenues dans ce document ne constituent pas une analyse complète des événements survenant dans les divers pays, régions ou marchés, secteurs ou stratégies.

Tout investissement comporte des risques, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi. Les investissements à l'étranger comportent des risques spécifiques, comme les variations des taux de change, l'instabilité économique et l'évolution de la situation politique. Investir sur les marchés émergents, y compris dans la sous-catégorie des marchés frontières, implique des risques accrus concernant ces mêmes facteurs, lesquels s'ajoutent aux risques liés à leur plus petite taille, à leur liquidité inférieure et à l'absence de cadre juridique, politique, commercial et social établi pour soutenir les marchés de valeurs mobilières. Les risques liés à l'investissement dans les marchés frontières sont encore supérieurs à ceux associés aux marchés émergents en raison du développement moins avancé des structures précitées, ainsi que du potentiel de forte volatilité des prix, de la liquidité insuffisante, des barrières commerciales et des contrôles sur les taux de change. Les prix des obligations évoluent généralement dans le sens opposé des taux d'intérêt. Ainsi, lorsque les taux d'intérêt augmentent, la valeur d'un portefeuille obligataire peut reculer.

Vue d'ensemble

Les professionnels du secteur de la finance ont récemment commencé à attribuer une importance plus significative et explicite aux facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans les décisions d'investissement.

On assiste également à un accroissement de l'intérêt au sein des États souverains, l'accent étant mis sur l'effet induit par les facteurs ESG sur la performance macroéconomique. Cela ne devrait surprendre personne. Les économistes et historiens ont depuis longtemps reconnu et débattu de l'importance des facteurs environnementaux et des institutions sociales et politiques pour le développement économique à long terme des pays. Certaines des théories initiales, remontant jusqu'à Machiavel au XVI^e siècle, accordèrent une importance de taille au rôle de l'environnement, soulignant le fait que la géographie et le climat déterminaient le succès de l'agriculture, la prévalence des maladies et d'autres facteurs décisifs pour la croissance économique. Le rôle des facteurs environnementaux a été étudié plus récemment par Jared Diamond dans son best-seller de 1997, *Guns, Germs and Steel*, et par Jeffrey Sachs dans un document de travail de 2001 (Tropical Underdevelopment, National Bureau of Economic Research).

L'importance des institutions a été étudiée et documentée de manière encore plus poussée. Pour ne citer que deux exemples : Robert Putnam, politologue enseignant à l'université d'Harvard, a soutenu que les résultats économiques très disparates des régions d'Italie pouvaient être attribués à la solidité respective des institutions civiques en remontant jusqu'à la Renaissance (*Making Democracy Work*, 1993). Dans *Why Nations Fail* (2012), Daron Acemoglu et James Robinson ont fait valoir que les institutions économiques et politiques étaient de loin le moteur individuel le plus important de la performance économique.

Selon nous, toutes les analyses macroéconomiques et stratégies d'investissement orientées sur la performance à long terme axée sur les fondamentaux doivent intégrer les facteurs ESG comme un élément clé de l'analyse. Les facteurs ESG expriment le potentiel d'une économie en tant que destination d'investissement et la pertinence de cet investissement.

Non seulement la recherche sectorielle soutient l'efficacité de l'intégration d'une analyse des facteurs ESG¹, mais nous avons également constaté qu'elle constituait un volet essentiel de notre processus de recherche.

Ce qu'il faut prendre en considération :

1. La qualité de la gouvernance et des institutions politiques et économiques joue un rôle clé dans la performance macroéconomique, notamment dans les marchés émergents et frontières. Une gouvernance robuste contribue à la qualité, à la stabilité et à la prévisibilité de l'environnement politique, et va généralement de pair avec une croissance potentielle plus vigoureuse, ainsi qu'une solidité plus importante à la lumière des défis nationaux ou internationaux. Elle contribue de façon notable à la détermination du risque de crise financière et économique. Une nouvelle administration capable de modifier radicalement l'orientation politique peut être un motif valable d'entrée ou de sortie d'un marché. Certains facteurs de gouvernance, tels que la corruption et l'attitude adoptée à l'égard des investissements étrangers, présentent également des risques considérables du fait des scandales politiques et des changements de politiques rendant les investissements plus complexes.
2. La situation sociale influence une grande variété de questions politiques, dont la stabilité et la panoplie de mesures politiques, tout en influençant directement les évolutions macroéconomiques d'un pays par le biais de la compétitivité et de l'efficacité. Bien que de nombreux facteurs sociaux affectent le potentiel de croissance à long terme, ils peuvent également avoir un impact significatif à court terme. L'absence de stabilité sociale peut entraîner des conflits armés ou créer des opportunités pour certains mouvements politiques avisés, souvent au détriment de la population. Parallèlement, des facteurs tels que les pressions salariales et le développement des infrastructures ont des effets réels sur l'activité nationale et internationale.

3. Les facteurs environnementaux jouent également un rôle majeur, notamment dans les marchés émergents et frontières, qui tendent à disposer d'une réglementation plus souple et de capacités et ressources plus limitées pour réagir. Les catastrophes naturelles comme les sécheresses, les inondations, les tremblements de terre et les ouragans peuvent avoir des conséquences économiques et humaines dévastatrices. En plus des coûts humains, elles peuvent provoquer des perturbations au niveau de la disponibilité de l'énergie, des denrées alimentaires et des matières premières pouvant entraîner un pic de l'inflation ou des perturbations de la chaîne d'approvisionnement. Des pratiques non durables et la pollution peuvent être à l'origine d'une instabilité sociale, et les frais de décontamination peuvent amenuiser le potentiel de croissance d'une économie.

« Selon nous, toutes les analyses macroéconomiques et stratégies d'investissement orientées sur la performance à long terme et axées sur les fondamentaux doivent intégrer les facteurs ESG comme un élément clé de l'analyse. »

Michael Hasenstab, Directeur des investissements
Templeton Global Macro



1. Cf. Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) des Nations unies, « Sovereign Bonds : Spotlight on ESG Risks », 2013.

Notre méthodologie ESG et indice exclusif Templeton Global Macro ESG (TGM-ESGI)

La combinaison de tous ces facteurs et leur association à l'évaluation économique classique de la trajectoire et du potentiel d'un pays constituent un défi non négligeable. Nous avons choisi d'adopter une approche rigoureuse et systématique, en développant notre propre indice Templeton Global Macro ESG (TGM-ESGI) qui nous permet de quantifier les données ESG et d'effectuer une comparaison au sein d'un vaste éventail de pays.

Notre approche est régie par trois points forts importants : 1) elle adopte une perspective exhaustive, reposant sur la sélection rigoureuse d'une large gamme d'indicateurs de grande qualité et sur la contribution de notre recherche interne ; 2) elle fournit une mesure synthétique, combinant les différentes dimensions en un seul résultat numérique, ce qui facilite une évaluation entre les pays ; et 3) sa dimension prospective se fonde sur les prévisions, par nos analystes, des changements portant sur les facteurs ESG. Nous sommes d'avis que cela la rend plus solide que les approches alternatives, qui ne sont fondées que sur un nombre restreint d'indices disjoints et qui ne fournissent qu'un aperçu des conditions en vigueur.

Nous utilisons un système de notation au sein duquel les pays sont notés de 0 à 10, 0 étant la note la plus basse et 10 la plus haute, afin de calculer une note ESG finale.

Le TGM-ESGI est conçu en superposant l'approche de notre équipe de recherche sur un indice de référence créé à partir d'indices mondiaux. Pour élaborer notre indice, nous avons en premier lieu sondé les indices représentatifs et fiables de sources dignes de confiance telles que la Banque mondiale, le Forum économique mondial et les Nations unies. Nos analystes ajustent ensuite les cotes ESG de référence en fonction de leur recherche géographique exclusive et affectent les notations estimées en anticipant la façon dont ces conditions évolueront à moyen terme.² Ce système de notation se fonde, dans une certaine mesure, sur notre jugement subjectif, mais nous croyons fermement qu'il nous permet d'intégrer les opinions de notre équipe de recherche et qu'il fournit une méthode rigoureuse pour évaluer les opportunités sous-jacentes d'une manière telle qu'elle complète les outils macroéconomiques plus classiques.

Notre notation ESG se compose de 13 sous-catégories dans le cadre des regroupements ESG que nous considérons comme des facteurs déterminants pour mesurer la durabilité économique d'un pays. Certaines de ces catégories n'ont pas d'implications immédiates, mais peuvent avoir des effets considérables sur la manière dont se façonne une économie à moyen et long terme. Nous devons également prendre en considération le caractère fluide des mesures ESG. Même si nous avons clairement délimité les sous-catégories aux fins de la notation, ces facteurs ne peuvent pas être aisément compartimentés. Ce défi doit être surmonté dans le cadre de toute méthodologie visant à quantifier les données ESG.

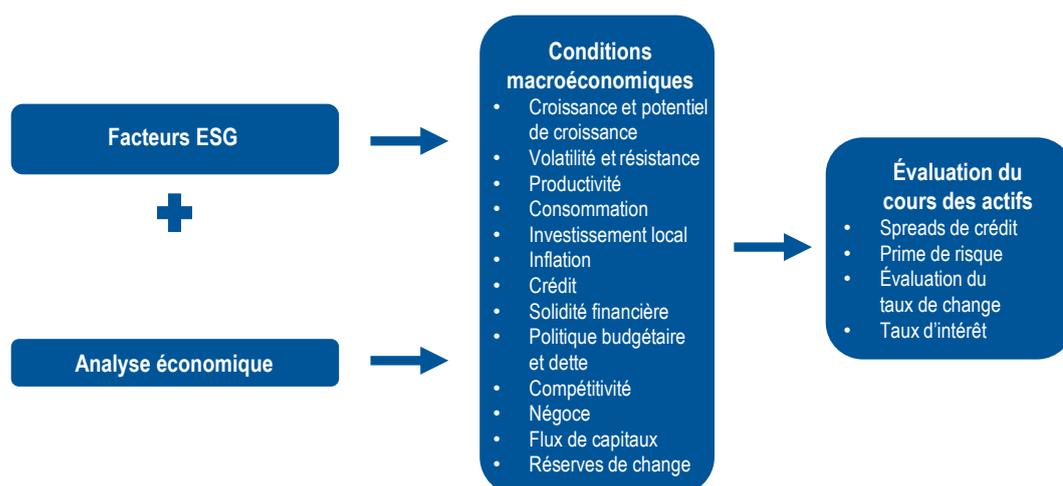
Les données actuelles et estimées sont données à titre individuel pour chaque sous-catégorie, puis calculées afin d'établir une moyenne permettant d'obtenir une notation pour les facteurs de gouvernance, sociaux et environnementaux. Au sein de chacune des trois catégories ESG, nous affectons des pondérations égales aux 13 sous-indices. Nous calculons ensuite une notation ESG composite finale pour chaque pays et une pondération de 40 % pour la gouvernance, 40 % pour le facteur social et 20 % pour l'environnement. Les facteurs environnementaux reçoivent une pondération inférieure, car leur impact sur l'économie se fait souvent sentir sur des horizons temporels nettement plus longs que pour les facteurs de gouvernance et sociaux, ainsi que sur des périodes plus longues que la plupart des stratégies d'investissement axées sur les fondamentaux.

Le TGM-ESGI entre ensuite dans notre évaluation économique comme un paramètre supplémentaire pour compléter notre analyse macroéconomique et notre évaluation de la valorisation des actifs. Nous souhaitons préciser que l'intégration des facteurs ESG dans nos processus d'investissement n'implique pas que nous portions un jugement de valeur sur les gouvernements, structures sociales ou politiques environnementales à titre individuel. Les facteurs ESG servent uniquement d'outil supplémentaire pour la formulation des décisions d'investissement sur la base de considérations financières.

Le schéma 1 fournit une représentation visuelle de notre méthode.

Le rôle des facteurs ESG dans notre processus d'investissement

Schéma 1 : Les facteurs ESG et l'analyse économique éclairent les décisions d'investissement



Pour obtenir une liste détaillée des 13 sous-catégories du TGM-ESGI, veuillez vous référer au document intégral disponible sur la page d'accueil [Global Macro Shifts](#).

2. Nos projections à moyen terme portent sur les trois prochaines années.

TGM-ESGI : Classements des pays

Le schéma 2 illustre les résultats de notre méthode de calcul pour 44 pays. Les notes varient d'un maximum de 9,2 pour le Danemark et la Suisse à un minimum de 2,2 pour le Venezuela. Aucun pays n'a obtenu un résultat optimal ; le groupe ayant signé une belle performance au niveau des indicateurs de gouvernance et environnementaux n'a pas toujours reçu une note élevée pour certaines sous-catégories sociales, à savoir le travail et la démographie.

Nos résultats indiquent, comme prévu, que les pays développés³ obtiennent les notations ESG les plus élevées ; les marchés développés présentent une note moyenne de 8,2, contre 4,9 pour les marchés émergents. De même, nous observons que les facteurs ESG vont massivement de pair avec le produit intérieur brut (PIB) par habitant. La relation entre ces deux indicateurs semble exponentielle ; le rendement d'une performance ESG sur le revenu plus solide augmente à mesure que les notations progressent.

Il convient de noter qu'en particulier pour des niveaux du PIB par habitant plus élevés, la relation avec les résultats ESG est réciproquement renforcée par rapport à une relation de cause à effet unidirectionnelle. Comme nous l'avons mentionné plus haut, des institutions de gouvernance solide, une cohésion sociale et des politiques environnementales durables favorisent la croissance économique et des niveaux de revenus plus élevés. Parallèlement, à mesure que les pays deviennent plus riches, ils peuvent davantage investir dans les infrastructures de pointe, accorder une priorité plus significative à la durabilité environnementale et concourir au développement d'une classe moyenne instruite exigeant de meilleures institutions sociales et politiques.

Les facteurs ESG sont en constante évolution et, comme nous l'avons affirmé au début, l'un des principaux avantages de notre TGM-ESGI réside dans sa composante prospective. Comme l'illustre le schéma 3, nos analystes tablent sur des

changements importants au niveau des facteurs ESG dans un certain nombre de pays ; dans certains cas, il s'agit d'améliorations, dans d'autres de détériorations.

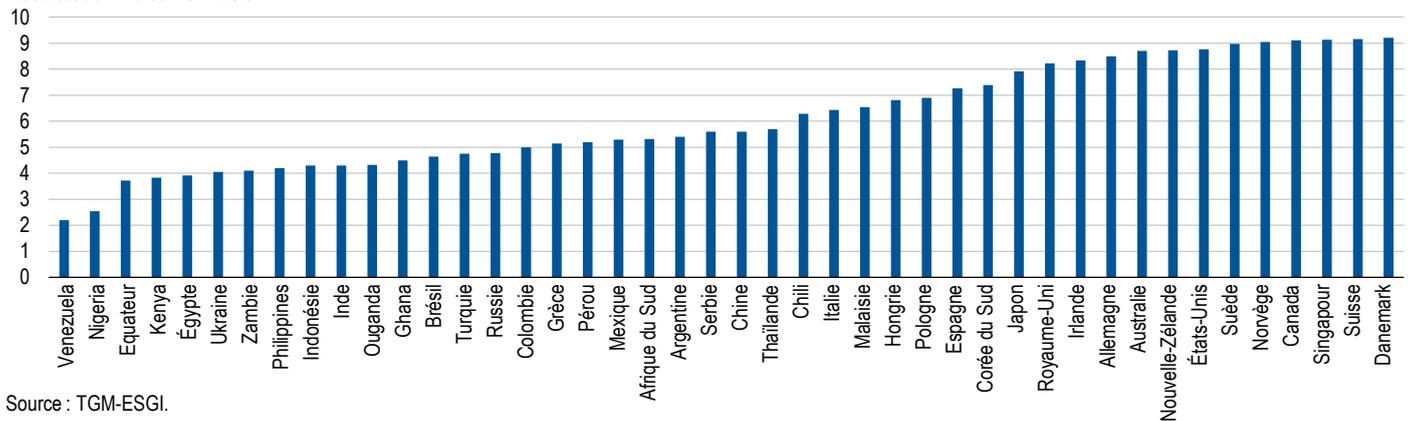
Les marchés émergents sont prépondérants dans les classements des pays dans lesquels les facteurs ESG sont susceptibles de s'améliorer. À l'inverse, nous tablons sur une détérioration du TGM-ESGI pour plusieurs économies développées, notamment en Europe et au Japon. Partant de notations moyennes plus basses, les marchés émergents disposent évidemment d'une marge de progression supérieure. Néanmoins, le fait que certaines économies développées soient susceptibles de faire marche arrière plaide également en faveur de la convergence progressive observée entre les économies développées et émergentes en termes de performance économique et de pondération au sein de l'économie mondiale.

Notations environnementales, sociales et de gouvernance par pays (TGM-ESGI)

Illustration 2 : Notations TGM-ESGI par pays

en février 2018

Résultat de l'indice TGM-ESG



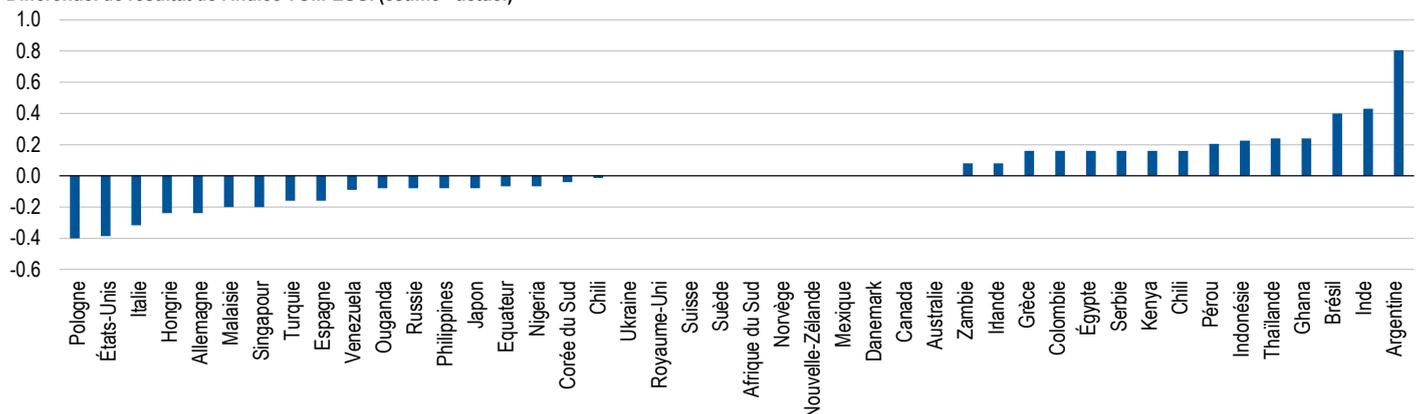
Source : TGM-ESGI.

Notations TGM-ESGI estimées par pays

Schéma 3 : Notations TGM-ESGI : estimées - actuelles

en février 2018

Différentiel de résultat de l'indice TGM-ESGI (estimé - actuel)



Source : TGM-ESGI. Nos projections à moyen terme portent sur les trois prochaines années.

3. Tel que défini par la liste des économies développées du Fonds monétaire international (FMI) de 2017.

Étude de cas du pays « le plus perfectible » : Argentine

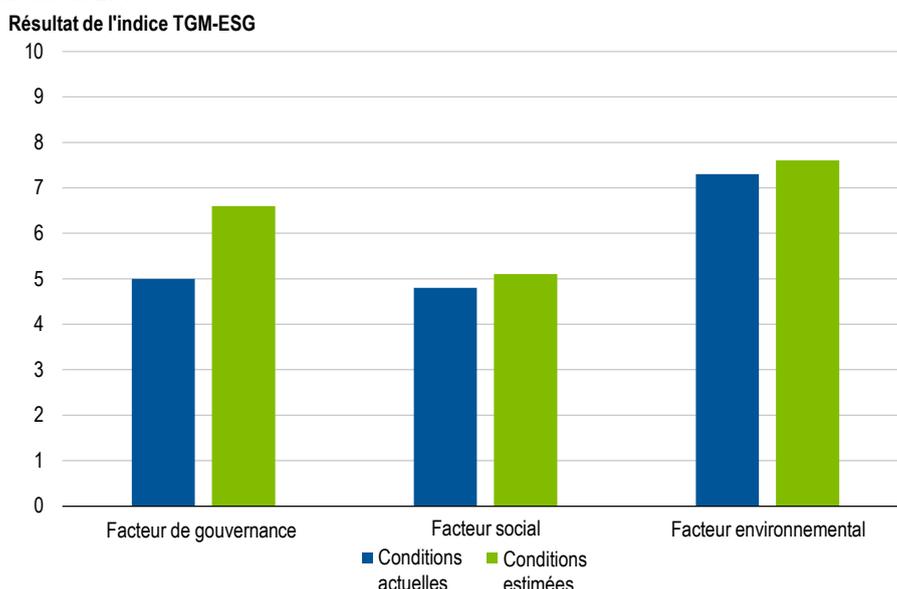
L'Argentine se distingue comme le pays où l'on mise sur l'embellie la plus notable des notations ESG (voir schéma 4). À moyen terme, nous prévoyons une progression de 0,8 point de sa notation ESG, de 5,4 à 6,2.⁴ L'Argentine a été l'un des pays les plus riches d'Amérique latine, avec une population jeune, une main-d'œuvre hautement qualifiée, une agriculture robuste et des gisements abondants de pétrole et de minéraux. Mais après une crise économique au début des années 2000, l'Argentine a emprunté une voie caractérisée par un hermétisme à l'égard du commerce, des prix contrôlés par l'État et une politique budgétaire non durable.

Ce scénario s'est concrétisé par une baisse de l'excédent de la balance courante et une diminution de l'épargne nationale, en plus d'une productivité plus faible. Le gouvernement a également commencé à manipuler les données pour masquer l'inflation incroyablement élevée, ce qui s'est traduit dans les faits par le recours de la banque centrale à la planche à billets pour financer les dépenses du ministère des finances. L'Argentine n'a jamais retrouvé ses niveaux d'avant crise en termes de qualité de la réglementation et d'état de droit.

De même, la corruption s'est considérablement aggravée durant la décennie du kirchnérisme, la souche spécifique du péronisme dirigée par Nestor et Cristina Kirchner.

Les données relatives à l'Argentine témoignent d'une amélioration de taille pour les projections concernant les facteurs ESG.

Illustration 4 : Argentine : Conditions actuelles et futures (TGM-ESGI)
en février 2018



Source : TGM-ESGI. Nos projections à moyen terme portent sur les trois prochaines années.

4. Nos projections à moyen terme portent sur les trois prochaines années.

La corruption systémique comprenait le népotisme dans l'attribution de contrats commerciaux, une distribution inéquitable des transferts régionaux à partir du gouvernement central et, comme mentionné précédemment, une déformation des statistiques. L'Argentine a été le premier pays à être sanctionné par le FMI pour sa manipulation des données, en particulier celles portant sur l'inflation. Au lieu d'autoriser les marchés à fixer les prix, les autorités ont recouru à des contrôles des prix et à des subventions pour piloter artificiellement l'inflation ; cela s'est traduit par une pénurie de biens et un sous-investissement, ce qui a fait passer l'Argentine d'un exportateur net de pétrole et de gaz à un importateur net. L'administration Kirchner a également concouru de manière constante à saper l'indépendance de la banque centrale et à ébranler le pouvoir judiciaire dans ses efforts de contrôle de cette attitude. Ainsi, les classements de l'Argentine dans l'indice de perception de la corruption (CPI), publié par l'ONG Transparency International, ont fortement progressé au début des années 2000, et l'Argentine a sous-performé par rapport à ses homologues régionaux tels que le Brésil, le Pérou et la Colombie.

Cette dynamique a commencé à évoluer dans le sillage de l'élection du président de centre-droit, Mauricio Macri, à la fin de l'année 2015. Au cours des deux dernières années, le gouvernement a lancé un certain nombre de réformes pour dénouer plus d'une décennie de ravages.

Parmi les réalisations de taille, nous pouvons citer le rétablissement de fait de l'indépendance de la banque centrale, la suppression d'une part importante des restrictions à l'exportation et à l'importation et l'adoption progressive d'une politique d'ajustement budgétaire. Le gouvernement a également fait flotter le peso argentin et ajusté les prix des services publics et des transports, des décisions difficiles du fait des incidences inflationnistes. Mais la banque centrale a entrepris de relever les taux d'intérêt, et le gouvernement a reconnu qu'il devait adopter les politiques nécessaires à une viabilité économique à long terme, en dépit des répercussions négatives à court terme. La décision du gouvernement de commencer à réduire les transferts budgétaires à partir de la banque centrale, une pratique amorcée au cours de l'ère Kirchner pour financer les déficits budgétaires croissants, a constitué une avancée majeure. Le gouvernement a également mis en place un office de la statistique indépendant pour rétablir la fourniture de données fiables, et le FMI a annoncé en 2016 que le pays était à nouveau considéré comme digne de confiance pour fournir des estimations précises de l'inflation.

Nous nous attendons à de nouvelles avancées. Le gouvernement a obtenu de bons résultats lors des élections du Congrès en octobre 2017. Cette victoire a non seulement renforcé la dynamique des réformes, mais a aussi montré que la population argentine avait tourné le dos aux politiques populistes du péronisme, un courant qui a dominé la politique au XX^e siècle, pour adopter une approche politique plus classique. L'efficacité du gouvernement devrait s'améliorer grâce à la récente victoire électorale, et nous prévoyons un renforcement de l'ensemble des politiques à mesure que la coalition au pouvoir fera avancer les réformes. Parmi les thèmes importants à l'ordre du jour figurent la réforme fiscale visant à abaisser le taux d'imposition des entreprises et un projet de loi dont l'objectif est d'améliorer la flexibilité du marché de l'emploi. Ces initiatives politiques devraient contribuer à améliorer la compétitivité, favoriser les investissements et abaisser le niveau du chômage. Nous nous attendons également à ce que ces réformes commencent à avoir une incidence positive plus importante sur l'activité économique. À titre d'exemple, les schémas 5 et 6 illustrent le fait que le crédit réel au secteur privé et les dépôts en devises étrangères se sont d'ores et déjà considérablement accrus, la confiance et la flexibilité ayant regagné le secteur bancaire. Nous sommes optimistes quant au fait que cette activité financière renouvelée est potentiellement en mesure de redresser la performance économique globale.

Nous continuons à considérer l'Argentine comme un cas unique, un pays dans lequel les solides fondamentaux économiques, associés à un dosage politique adéquat, peuvent conduire à un rebond rapide des notations ESG. Une histoire mouvementée de la mauvaise gestion s'est traduite à la fois par une performance économique hétérogène et des difficultés relationnelles avec les investisseurs étrangers.

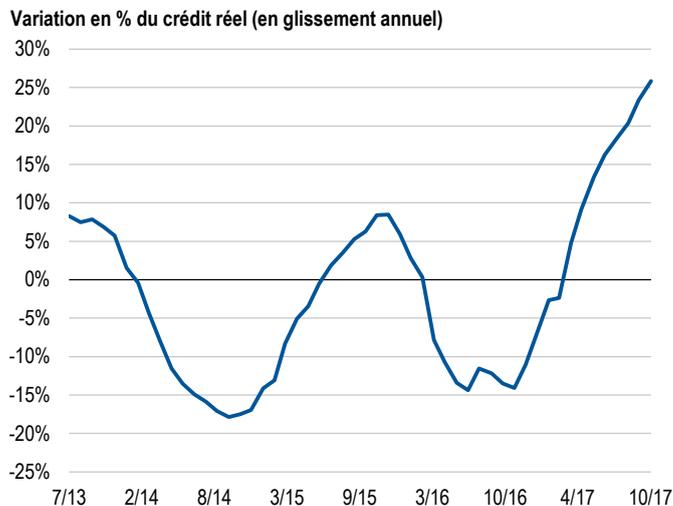
Mais avec des dirigeants politiques convenables et un soutien de la population, nous envisageons une voie économique plus durable pour l'Argentine. Il reste toutefois beaucoup à faire pour relancer les vieilles industries et en construire de nouvelles, ainsi que pour améliorer l'efficacité et l'adoption de solutions technologiques.

Rompre avec les vieilles pratiques administratives, mettre en œuvre des réformes et attendre que celles-ci portent leurs fruits sont des processus qui prennent du temps et nécessitent de la patience de la part des investisseurs. Nous considérons ainsi qu'il est primordial de surveiller l'implication du gouvernement et de la population à l'avenir.

Regain de confiance à l'égard du secteur bancaire argentin

Schéma 5 : Argentine : Crédit réel au secteur privé

Juillet 2013-octobre 2017



Source : Banque centrale d'Argentine.

Schéma 6 : Argentine : Dépôts en devises étrangères dans le système bancaire

Mars 2007-novembre 2017



Source : Banque centrale d'Argentine.

Étude de cas d'un retour en arrière : Pologne

Contrairement à l'Argentine, la Pologne (qui se positionne de manière relativement correcte au sein de notre classement actuel) affiche les plus mauvaises estimations en termes de dégradation parmi notre échantillon de 44 pays. Nos analystes envisagent une baisse de 0,4 point de la notation ESG totale du pays⁵, entièrement imputable à la détérioration généralisée de la gouvernance (voir schéma 7).

Des institutions solides, un marché du travail flexible, un contexte favorable à l'investissement et une intégration des échanges mondiaux sont tous les facteurs ayant concouru à l'essor économique de la Pologne. Ce pays s'est pourtant récemment détourné de ces nombreuses fondations économiques en faveur de politiques nationalistes et populistes.

En dépit de bonnes statistiques médiatisées, un mécontentement sous-jacent a commencé à éclore en Pologne. La distribution inégale des revenus, la méfiance à l'égard des élites politiques et les désaccords avec les politiques menées par l'UE ont conduit à une large majorité du parti conservateur Droit et justice (PiS) lors des élections de 2015.

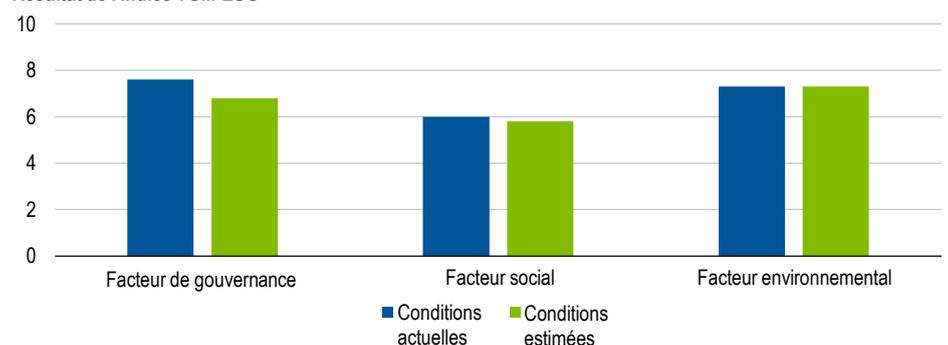
Jusqu'à présent, la Pologne avait fait figure de l'un des exemples les plus réussis d'intégration au sein de l'Union européenne (UE), et a fait l'objet d'une étude de cas sur la façon de mettre en œuvre les réformes institutionnelles après la chute de l'Union soviétique. Le pays a largement bénéficié d'un programme d'aide bidécennal de 250 milliards USD, axé sur la construction de routes et d'écoles. Le taux de croissance de la Pologne a été l'un des plus élevés depuis son adhésion à l'UE en 2004. La Pologne est le seul État membre de l'UE qui n'a pas plongé dans la récession au cours de la crise financière mondiale ou de la crise de la dette souveraine au sein de la zone euro. Parallèlement à une croissance solide, le pays a enregistré des plus-values significatives en termes de mesures de la qualité de vie, telles que l'éducation et la réduction de la pauvreté.

La notation TGM-ESGI de la Pologne devrait se détériorer

Schéma 7 : Pologne : Conditions actuelles et futures (TGM-ESGI)

en février 2018

Résultat de l'indice TGM-ESG



Source : TGM-ESGI. Nos projections à moyen terme portent sur les trois prochaines années.

5. Nos projections à moyen terme portent sur les trois prochaines années.

Le PiS a fait campagne sur un message nationaliste et anti-immigration fort, et a fait la promesse d'un âge d'accession à la retraite plus bas ainsi que de l'instauration d'allocations mensuelles pour les ménages avec enfants. Au cours des mois suivant son arrivée au pouvoir, le PiS a tenu ses promesses ; il a refusé d'accueillir des réfugiés, comme convenu sous le gouvernement précédent, il a annulé l'augmentation de l'âge d'accession à la retraite et a mis en place un programme intitulé 500+, dont l'objectif est de verser aux ménages comprenant 2 enfants ou plus un montant de 500 PLN par enfant et par mois.

Au cours des deux années suivantes, la Pologne a adopté plus de 13 lois portant sur l'ensemble de la structure du système judiciaire. Dans bon nombre de cas, ces lois ont soulevé des préoccupations quant au possible risque d'ingérence politique dans l'organisation, le pouvoir, l'administration et le fonctionnement du système judiciaire.⁶

La Commission européenne a observé avec inquiétude que certaines de ces mesures pourraient compromettre l'indépendance du système judiciaire, la séparation des pouvoirs et la sécurité sur le plan juridique. Elle a de ce fait engagé une procédure pouvant conduire à des sanctions à l'encontre de la Pologne.

Ce retour en arrière concernant les normes de gouvernance risque d'amenuiser l'influence de la Pologne dans l'UE, un inconvénient considérable, dans la mesure où la taille démographique et économique de la Pologne la place à la tête des États membres d'Europe centrale et de l'Est ainsi qu'en position pour peser lourdement dans les discussions avec la France et l'Allemagne. Des répercussions sur le plan économique ont d'ores et déjà été observées : les dirigeants polonais ont reconnu que les désaccords et les tensions sur le plan juridique avec l'UE compliquaient les négociations pour le cycle budgétaire 2021-2027 de l'UE et pourraient engranger une diminution des subventions européennes pour la Pologne. Les tensions ainsi que le risque de nouvelles mesures populistes et d'une détérioration de plus de la sécurité juridique suscitent également davantage d'incertitudes parmi les investisseurs, et pourraient avoir des répercussions négatives sur les flux d'investissement étrangers.

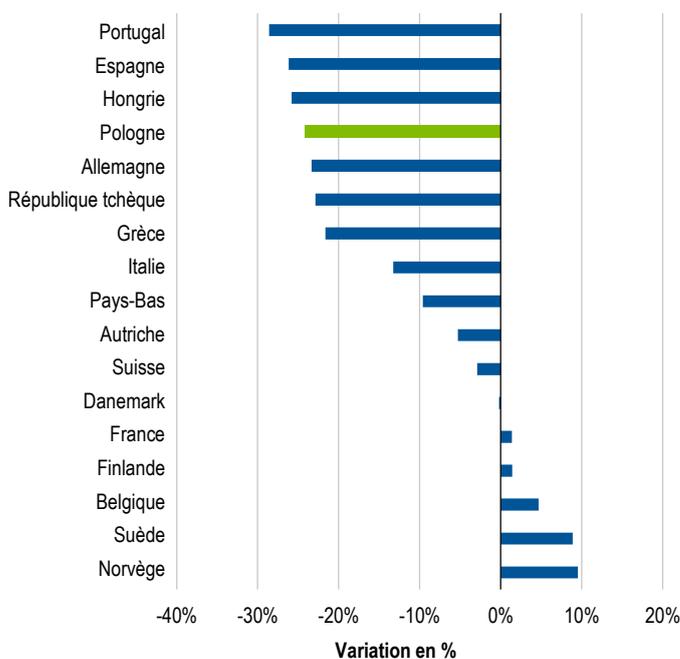
Ce glissement intervient dans un contexte de tendances démographiques défavorables. La population de la Pologne est l'une de celles ayant le plus rapidement vieilli au monde, le taux de fécondité national étant de 1,32.⁷ Selon les estimations de l'OCDE, la population en âge de travailler en Pologne dégringolera de 29 % d'ici 2050, la chute la plus massive en Europe (voir schéma 8). Ce problème du vieillissement est aggravé par le faible taux de participation de la main-d'œuvre féminine, près de 3 % en deçà de la moyenne de l'OCDE (voir schéma 9).

Alors que la Pologne a réalisé des progrès considérables en comblant l'écart au cours de la dernière décennie, les avancées semblent observer un statu quo, et certaines des politiques récentes pourraient s'avérer contreproductives : les experts ont estimé qu'un effet à court terme du programme 500+ pourrait être un recul des femmes exerçant une activité professionnelle, les allocations versées par l'État n'incitant pas les femmes à travailler, notamment dans les zones rurales. Le positionnement anti-immigration du parti pourrait également limiter l'étendue de la baisse de la population en âge de travailler.

Jusqu'à présent, la dégradation des conditions ESG ne semble pas avoir eu d'effet notable sur l'économie polonaise. La croissance robuste observée dans toute la zone euro depuis 2016, y compris parmi les principaux partenaires commerciaux de la Pologne, a plus que compensé les mauvaises politiques économiques du gouvernement et la fragilité structurelle du pays. Pourtant, la distance croissante adoptée par la Pologne par rapport aux facteurs qui ont contribué à près de deux décennies de croissance économique, matérialisée par une baisse de ses notations ESG, soulève parmi nous des questions sur le potentiel à moyen et à long terme de la Pologne, surtout lorsque les conditions économiques mondiales ne seront plus aussi favorables.

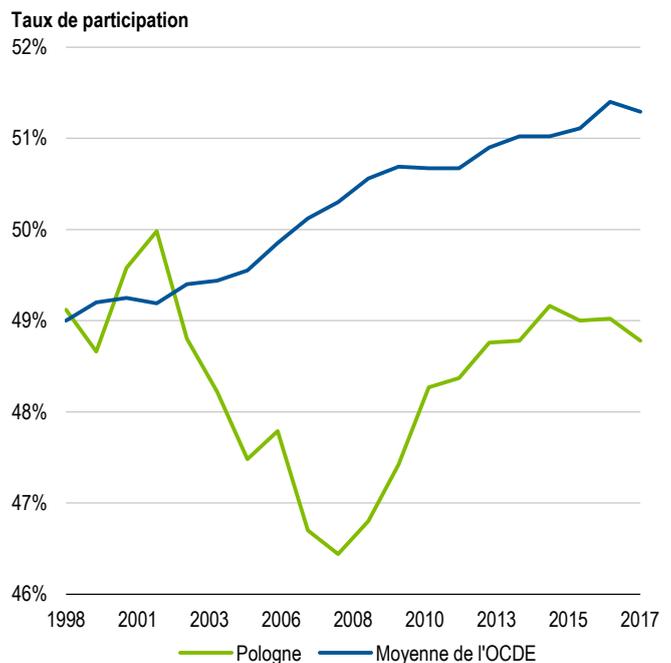
La Pologne fait face à des conditions démographiques difficiles

Schéma 8 : Pologne : Population en âge de travailler 2016-2050 (estimations) (variation en %)



Source : OCDE.

Schéma 9 : Pologne : Participation des femmes au marché du travail 1998-2017



Source : Banque mondiale.

6. Source : Commission européenne.

7. Source : Banque mondiale, 2015.

L'importance des facteurs environnementaux

Étude de cas : Japon

Le séisme de la région de Tohoku et le tsunami au Japon en 2011 ont été l'une des plus grandes catastrophes naturelles de l'histoire moderne. Le tremblement de terre conjugué au tsunami a également entraîné une fusion du cœur du réacteur de la centrale de Fukushima Daiichi, à l'origine de ce que l'on nomme désormais la triple catastrophe japonaise. Un nombre effroyable de personnes ont perdu la vie et bien plus encore ont dû être déplacées, mais la catastrophe a aussi été à l'origine de conséquences économiques non négligeables ; les quatre préfectures les plus lourdement frappées par le séisme représentaient environ 6,2 % du PIB japonais⁸, et les chaînes d'approvisionnement régionales élargies en Asie ont également été touchées par ces catastrophes, des pannes de courant ayant eu lieu à la suite de pénuries de la production d'électricité.

Une conséquence de taille, et probablement la plus durable de toutes, a été la consommation d'énergie au Japon. En tant que pays peu doté en ressources naturelles mais visant néanmoins l'indépendance énergétique, le Japon a commencé à développer l'énergie nucléaire au milieu du XX^e siècle, et en a fait une priorité stratégique dans les années 1970.

En 2010, l'énergie nucléaire représentait environ un quart de la production totale d'électricité, et l'objectif consistait à faire passer ce niveau à 40 %. Ces programmes se sont poursuivis malgré l'importante exposition du Japon aux catastrophes naturelles telles que des tremblements de terre du fait de sa situation géographique.

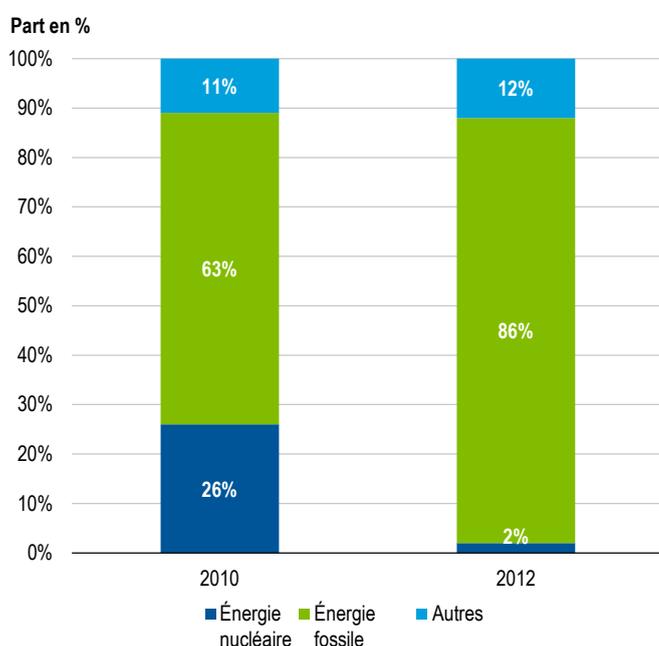
L'accident nucléaire de Fukushima et les risques de radioactivité qui en ont découlé ont modifié l'opinion des populations à l'égard de l'énergie nucléaire, et toutes ces centrales ont été fermées à la suite de ces événements. Il en a résulté une augmentation significative des importations de combustible afin de combler le trou rempli au préalable par l'énergie nucléaire ; la part des combustibles fossiles dans la production d'électricité a progressé de 23 %, tandis que celle du nucléaire est tombée à 2 % en 2012 (voir schéma 10). La faiblesse de la monnaie nipponne et les plafonds historiques des cours des matières premières durant cette période ont gonflé le déficit en combustibles et fait reculer l'excédent de la balance courante de plus de 1 % du PIB (voir schéma 11).

La devise a été touchée à plus court terme (voir schéma 12). Alors que nous avions déjà au préalable des opinions à l'égard du yen du fait de la divergence de croissance attendue entre les États-Unis et le Japon et des effets probables sur la politique monétaire et les différentiels de taux d'intérêt, le séisme est venu renforcer notre conviction à cet égard. Nous nous attendions à ce que la catastrophe naturelle amplifie le cycle économique et ralentisse les dépenses de consommation pour exacerber cet écart de croissance.

Étant donné les effets dévastateurs du tremblement de terre, son impact sur la conjoncture économique dans son ensemble a été beaucoup plus limité qu'on ne le craignait, en grande partie grâce à la solidité des institutions sociales et de gouvernance du Japon, reflétée dans ses excellentes notations S et G (voir schéma 13). Grâce aux évacuations rapides après l'accident nucléaire de Fukushima et à la gestion efficace des pénuries d'électricité, la robustesse des institutions japonaises et la cohésion sociale ont protégé le pays contre bon nombre de conséquences bien plus graves d'une catastrophe naturelle massive.

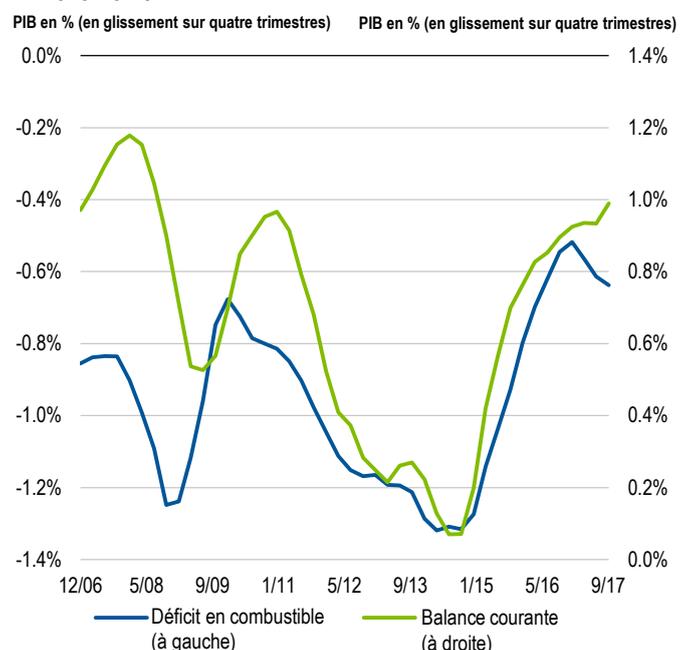
L'augmentation des importations de combustibles en raison de la catastrophe nucléaire a entraîné un déficit de la balance courante au Japon

Schéma 10 : Japon : Production d'électricité par source 2010 et 2012



Source : Agence américaine d'information sur l'énergie (EIA)

Schéma 11 : Japon : Balance courante vs. déficit en combustible T1 2016-T3 2017



Source : Ministère des Finances, Banque du Japon.

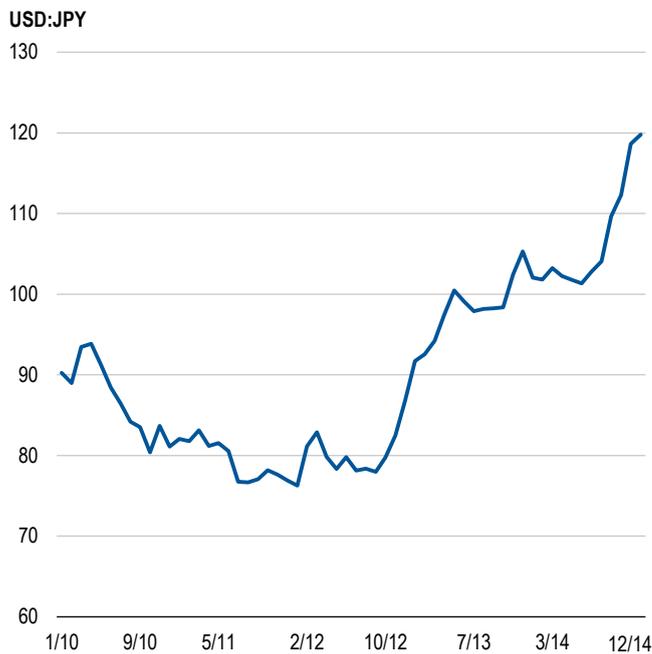
8. Source : Japan Statistical Yearbook, 2011.

Même les événements politiques majeurs ayant suivi le tremblement de terre, dont la démission du Premier ministre Naoto Kan, n'ont pas déstabilisé de manière significative la trajectoire macroéconomique du pays.

Le Japon fait par conséquent figure de rappel quant à l'impact potentiel des facteurs environnementaux et à la résistance que des institutions sociales et de gouvernance solides offrent à un pays.

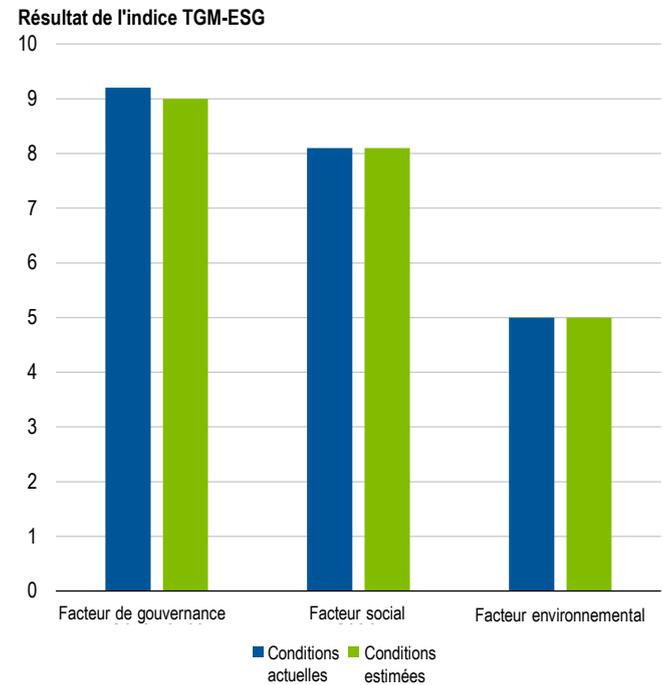
Le yen japonais s'est déprécié face au billet vert.

Schéma 12 : Japon : Cours du yen au comptant
Janvier 2010-décembre 2014



Le Japon obtient de bons résultats pour les facteurs de gouvernance et sociaux, mais relativement faibles concernant le facteur environnemental

Schéma 13 : Japon : Conditions actuelles et futures (TGM-ESGI)
en février 2018



Conclusion

Les facteurs ESG ont commencé à être reconnus dans l'investissement obligataire comme des indicateurs de performance économique à valeur ajoutée, un nombre croissant de gérants de portefeuille et de spécialistes en investissements commençant désormais à intégrer une forme de facteurs ESG dans leurs processus décisionnels. Nous avons longtemps considéré les facteurs ESG comme un outil particulièrement essentiel pour évaluer la performance économique à long terme et, par extension, les perspectives concernant la valeur de la dette souveraine, ses composants s'alignant naturellement sur notre approche analytique fondée sur les fondamentaux politiques et macroéconomiques.

Nous avons décrit dans cet article notre approche rigoureuse des facteurs ESG, fondée sur notre indice TGM-ESGI exclusif, qui crée un ensemble de mesures complètes facilitant la comparaison entre pays ainsi qu'une composante prospective reposant sur les opinions d'experts de nos analystes.

L'indice est corrélé avec les conditions macroéconomiques et peut servir d'indicateur clé des changements importants concernant la performance économique et celle liée aux cours des actifs, comme l'illustrent les études de cas évoquées dans le présent document.



Michael Hasenstab, Ph.D.
Vice Présidente exécutive,
Gérante de portefeuille,
Directeur des investissements
Templeton Global Macro

À propos de Global Macro Shifts

Global Macro Shifts est une note de recherche consacrée aux économies mondiales et qui reprend l'analyse et les opinions du Dr. Michael Hasenstab et des experts de l'équipe Templeton Global Macro. Le Dr. Hasenstab et son équipe gèrent les stratégies obligataires mondiales de Templeton, notamment les fonds obligataires non contraints, ainsi que les fonds exposés au marché des changes et à la conjoncture macroéconomique internationale. Cette équipe d'économistes, qui ont été formés dans les plus grandes universités du monde, intègre des analyses macroéconomiques mondiales à sa recherche approfondie sur les pays afin de pouvoir identifier des déséquilibres à long terme représentant des opportunités d'investissement.

*Cette édition de Global macro Shifts a été rédigée en collaboration avec l'adjointe à la recherche Vivian Guo.**



Vivian Guo
Adjointe à la recherche
Templeton Global Macro

**L'équipe souhaite également remercier Julie Moret, responsable ESG, pour avoir apporté ses connaissances précieuses sur l'investissement ESG.*



Sonal Desai, Ph.D.
Vice-présidente senior,
Gérante de portefeuille,
Directrice de la recherche
Templeton Global Macro



Calvin Ho, Ph.D.
Vice-président,
Sous-directeur
de la recherche
Templeton Global Macro



Hyung C. Shin, Ph.D.
Vice-président, Analyste
senior Global Macro
et Recherche
Templeton Global Macro



Diego Valderrama, Ph.D.
Analyste senior
Global Macro et recherche
Templeton Global Macro



Attila Korpos, Ph.D.
Analyste senior
Global Macro et recherche
Templeton Global Macro



Shlomi Kramer, Ph.D.
Analyste senior Global
Macro et recherche
Templeton Global Macro

MENTIONS LÉGALES IMPORTANTES

Ce document reflète les analyses et les opinions des auteurs au 20 octobre 2017 et peut différer des opinions d'autres gérants de portefeuille, équipes de gestion ou plateformes de Franklin Templeton Investments. Il est uniquement destiné à fournir des informations d'intérêt général et ne saurait constituer un conseil d'investissement individuel, une recommandation ou une incitation à acheter, vendre ou détenir un titre ou à adopter une stratégie d'investissement particulière. Il ne constitue pas un conseil d'ordre juridique ou fiscal.

Les opinions présentes dans le document et les commentaires, analyses et opinions sont valables à la date de la publication et peuvent être modifiés sans préavis. Les informations contenues dans ce document ne constituent pas une analyse complète des événements survenant dans les divers pays, régions ou marchés, secteurs ou stratégies.

Les données de tierces parties peuvent avoir été utilisées dans la préparation de ce document et Franklin Templeton Investments (« FTI ») n'a pas vérifié, validé ni audité de manière indépendante ces données. FTI décline toute responsabilité quant aux éventuelles pertes résultant de l'utilisation de ces informations et la pertinence des commentaires, analyses et opinions présents dans cet article est laissée à la seule appréciation du lecteur.

Les produits, services et informations peuvent ne pas être disponibles dans toutes les juridictions et sont fournis en dehors des États-Unis par d'autres sociétés affiliées de FTI et/ou leurs distributeurs, dans la mesure où la réglementation/législation locale l'autorise. Veuillez consulter votre conseiller financier pour toute information supplémentaire sur la disponibilité des produits et services dans votre juridiction.

Émis aux États-Unis par Franklin Templeton Distributors, Inc., One Franklin Parkway, San Mateo, Californie 94403-1906, (800) DIAL BEN/342-5236, franklintempleton.com - Franklin Templeton Distributors, Inc. est le principal distributeur des produits enregistrés aux États-Unis de Franklin Templeton Investments, disponibles uniquement dans les juridictions dans lesquelles est permise une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de ces produits, en vertu des lois et règlements applicables.

Australie : Émis par Franklin Templeton Investments Australia Limited (ABN 87 006 972 247) (titulaire de licence des services financiers australiens n° 225328), Level 19, 101 Collins Street, Melbourne, Victoria, 3000. **Autriche/Allemagne** : Émis par Franklin Templeton Investment Services GmbH, Mainzer Landstraße 16, D-60325 Francfort-sur-le-Main, Allemagne. Agréé en Allemagne par IHK Frankfurt M. sous le numéro D-F-125-TMX1-08. **Canada** : Émis par Franklin Templeton Investments Corp., 5000 Yonge Street, Suite 900 Toronto, ON, M2N 0A7, Télécopie : (416) 364-1163, (800) 387-0830, www.franklintempleton.ca. **Dubai** : Émis par Franklin Templeton Investments (ME) Limited, agréée et régulée par les services financiers de Dubaï. Bureau à Dubaï : Franklin Templeton Investments, The Gate, East Wing, Level 2, Dubai International Financial Centre, P.O. Box 506613, Dubai, U.A.E., Tél.: +9714-4284100 Télécopie :+9714-4284140. **France** : Émis par Franklin Templeton France S.A., 20, rue de la Paix, 75002 Paris, France. **Hong Kong** : Émis par Franklin Templeton Investments (Asie) Limited, 17/F, Chater House, 8 Connaught Road Central, Hong Kong. **Italie** : Émis par Franklin Templeton International Services S.à.r.l. – succursale en Italie, Corso Italia, 1 – Milan, 20122, Italie. **Japon** : Émis par Franklin Templeton Investments Japan Limited. **Corée** : Émis par Franklin Templeton Investment Trust Management Co., Ltd., 3rd fl., CCMM Building, 12 Youido-Dong, Youngdungpo-Gu, Séoul, Corée 150-968. **Luxembourg/Benelux** : Émis par Franklin Templeton International Services S.à r.l. – Supervisé par la *Commission de Surveillance du Secteur Financier* - 8A, rue Albert Borschette, L-1246 Luxembourg - Tél. : +352-46 66 67-1 - Fax : +352-46 66 76. **Malaisie** : Émis par Franklin Templeton Asset Management (Malaisie) Sdn. Bhd. & Franklin Templeton GSC Asset Management Sdn. Bhd. **Pologne** : Émis par Templeton Asset Management (Pologne) TFI S.A., Rondo ONZ 1; 00-124 Varsovie. **Roumanie** : Émis par la succursale de Franklin Templeton Investment Management Limited à Bucarest, 78-80 Buzesti Street, Premium Point, 7th-8th Floor, 011017 Bucarest 1, Roumanie. Enregistrée auprès de l'autorité de surveillance financière roumaine sous le n° PJM01SFIM/400005/14.09.2009, autorisée et régulée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority. **Singapour** : Émis par Templeton Asset Management Ltd. enregistrée sous le n° (UEN) 199205211E. 7 Temasek Boulevard, #38-03 Suntec Tower One, 038987, Singapour. **Espagne** : Émis par la succursale de Franklin Templeton Investment Management, Professionnel du secteur financier placé sous la supervision de la CNMV, José Ortega y Gasset 29, Madrid. **Afrique du Sud** : Émis par Franklin Templeton Investments SA (PTY) Ltd, prestataire de services financiers autorisé. Tél. : +27 (21) 831 7400, Fax : +27 (21) 831 7422. **Suisse** : Émis par Franklin Templeton Switzerland Ltd, Stockerstrasse 38, CH-8002 Zurich. **Royaume-Uni** : Émis par Franklin Templeton Investment Management Limited (FTIML), siège social : Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6HL. Agréé et réglementé au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority. **Pays nordiques** : Émis par Franklin Templeton Investment Management Limited (FTIML), succursale de Suède, Blasieholmsgatan 5, SE-111 48 Stockholm, Suède. Tél. : +46 (0) 8 545 01230, Fax : +46 (0) 8 545 01239. FTIML est une société agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority et autorisée à offrir certains services d'investissement au Danemark, en Suède, en Norvège et en Finlande. **Territoires américains d'outre-mer** : Aux États-Unis, cette publication est mise à la disposition des intermédiaires financiers uniquement par Templeton/Franklin Investment Services, 100 Fountain Parkway, St. Petersburg, Floride 33716. Tél. : (800) 239-3894 (appel gratuit aux États-Unis), (877) 389-0076 (appel gratuit au Canada), Fax : (727) 299-8736. Les investissements ne sont pas assurés par la FDIC, peuvent perdre de la valeur et ne sont pas garantis par la banque. La distribution en dehors des États-Unis peut être effectuée par Templeton Global Advisors Limited ou d'autres sous-distributeurs, intermédiaires, fournisseurs ou investisseurs professionnels engagés par Templeton Global Advisors Limited pour distribuer des parts et actions de Franklin Templeton dans certaines juridictions. Il ne s'agit pas d'une offre de vente ni d'une sollicitation d'acquisition de titres dans une juridiction l'interdisant.

Pour les données 3, 4, 7, 8 et 13 il n'y a aucune garantie que les estimations ou projections se réalisent.

Mentions et conditions importantes du fournisseur de données disponibles sur www.franklintempletondatasources.com.



FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS

www.franklintempleton.fr